

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LES INVESTMENT TRUSTS

THÈSE DE DOCTORAT

PRÉSENTÉE ET SOUTENUE DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE PARIS

Le Vendredi 15 novembre 1929, à 14 heures

PAR

JACQUES DE LANDER

DIPLOMÉ DE L'ÉCOLE DES SCIENCES POLITIQUES

Président : M. GERMAIN MARTIN.

Suffragants : { MM. AFTALION, *professeur*.
PIROU, *professeur*.

LIBRAIRIE
DU
RECUEIL SIREY

(SOCIÉTÉ ANONYME)

22, Rue Soufflot, PARIS, 5^e

1929

THÈSE

POUR LE DOCTORAT D'UNIVERSITÉ

**La Faculté n'entend donner aucune approbation
ni improbation aux opinions émises dans les thèses ;
ces opinions doivent être considérées comme propres
à leurs auteurs.**

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LES INVESTMENT TRUSTS

THÈSE DE DOCTORAT

PRÉSENTÉE ET SOUTENUE DEVANT LA FACULTÉ DE DROIT DE PARIS

Le Vendredi 15 novembre 1929, à 14 heures.

PAR

JACQUES DE LANDER

DIPLOMÉ DE L'ÉCOLE DES SCIENCES POLITIQUES

Président : M. GERMAIN MARTIN.

*Suffragants : { MM. AFTALION, professeur.
PIROU, professeur.*

LIBRAIRIE

DU

RECUEIL SIREY

(SOCIÉTÉ ANONYME)

22, Rue Soufflot, PARIS, 5^e

1929



LES INVESTMENT TRUSTS

INTRODUCTION

Le problème du placement à long terme des capitaux mobiliers, en vue d'abord d'assurer leur conservation et ensuite de rechercher leur accroissement est peut-être l'un de ceux dont la solution exige, dans la complexité du milieu économique moderne, le plus d'intelligence et de décision. Le degré de savoir qu'elle implique est, en effet, considérable : connaissance approfondie de la science financière, de la statistique, de la comptabilité, de la technique industrielle, examen attentif des conditions économiques et politiques dans les principaux pays du monde, surveillance continuelle des marchés boursiers et monétaires, ainsi que des grandes matières premières, éléments auxquels il faut joindre une perspicacité toujours en éveil et une certaine intuition, sont autant de facteurs indispensables pour une bonne gestion de capitaux.

C'est dire combien l'accomplissement de cette tâche qui requiert la mise en œuvre de qualités si diverses dépasse notablement les facultés individuelles... et pourtant c'est elle qu'assument, en France, de gaîté de cœur, et en plus d'autres occupations parfois absorbantes, non seulement beaucoup de capitalistes — qui disposent encore de quelques

moyens d'information —, mais encore la grande masse des possédants modestes dont les ressources ne sont constituées que d'économies péniblement acquises et qui ont pour tout guide les conseils de feuilles financières plus ou moins confidentielles...

Les résultats fâcheux d'un pareil manque de méthode se sont assez cruellement fait sentir et les tribulations de notre épargne depuis la guerre sont encore trop présentes à la mémoire pour qu'il soit besoin d'insister sur l'urgente nécessité qu'il y a d'adopter, dans la mise en valeur de notre capital national, un plan plus rationnel.

Quels sont les principes qui devront présider à l'élaboration de ce plan ? A cette question que se posent tous ceux qui se préoccupent de l'avenir de nos épargnes renaissantes, l'on ne pourrait répondre d'une manière satisfaisante si l'on se limitait à l'examen des ressources qu'offre notre marché financier.

Il semble, par contre, que l'on puisse tirer de très utiles enseignements de l'étude de certaines institutions étrangères qui, dans les pays — la Grande-Bretagne et les Etats-Unis — où elles ont été appliquées, ont efficacement contribué à imprimer une bonne direction aux capitaux privés en quête d'emploi : ce sont les Investment Trusts, auxquels le présent travail est consacré.

Etymologiquement, l'expression anglaise Investment Trust a le sens suivant : le mot « Investment » signifie placement, emploi de capitaux ; le mot « Trust » signifie confiance, espérance, attente ; il sert aussi, par extension, à définir une institution juridique anglaise qui prévoit l'administration de biens (patrimoines, successions) par une personne appelée « Trustee » pour le compte d'un ou de plusieurs tiers, appelés « cestui que trustent » (1). C'est

(1) Nous parlerons dans la partie consacrée aux Etats-Unis des Trusts combinaisons monopolistiques.

précisément cette institution qui a servi de cadre aux premiers Investment Trusts, comme nous le verrons plus loin : d'où leur nom ; actuellement, il n'y a plus de « Trust » au sens légal du mot, mais l'usage a consacré l'expression. La seule traduction française que l'on puisse donner d'« Investment Trust » est Société de placement. Il y a bien un ancien mot français : trust, mais il est tombé en désuétude et bien qu'il ait une origine commune (celtique) avec le mot anglais, son sens est différent. D'après le grand Larousse, en effet, il signifie : Une sorte de compagnonnage guerrier qui se composait d'hommes libres groupés autour des chefs, chez les Francs, pour leur constituer une sorte de garde d'honneur et dont les membres portaient le nom d'antrustions.

Dans le langage financier courant, en tous les cas, les Investment Trusts représentent des organismes parfaitement définis ; ce sont, peut-on dire : *des institutions qui associent, au moyen de l'émission de leurs propres titres, les ressources financières d'un grand nombre de personnes dans l'unique but d'assurer à la masse de capital ainsi formée — et dans des conditions meilleures que ne pourrait le faire pour sa part, chacun des associés, isolément — un emploi à la fois sûr et profitable : a) par le placement des fonds recueillis dans des valeurs mobilières judicieusement choisies et diversifiées, en observant une répartition rigoureuse des risques et en évitant de prendre le contrôle d'aucune affaire ; b) par une gestion prudente et une surveillance attentive du portefeuille, de telle manière que l'on puisse escompter des capitaux investis 1^o un taux d'intérêt élevé, 2^o une sécurité moyenne satisfaisante, 3^o des plus-values appréciables.*

Sans doute toutes les entreprises que l'on classe habituellement sous la rubrique « Investment Trusts » ne rentrent-elles pas exactement dans le cadre de

cette formule et nous verrons que les Américains, notamment, ont créé des Sociétés où sont complètement éliminés ce qu'ils appellent les « hasards de la gestion ». Mais ce n'est là, à tout prendre, qu'une exception et la très grande majorité des Investment Trusts présente bien les caractéristiques générales contenues dans notre définition.

Nous adopterons, pour l'étude de ces Sociétés, une division tripartite :

PREMIÈRE PARTIE. — *Les Investment Trusts en Angleterre et en Ecosse.*

DEUXIÈME PARTIE. — *Les Investment Trusts aux Etats-Unis d'Amérique.*

TROISIÈME PARTIE. — *Les Investment Trusts et les diverses formes de Sociétés de participation.*

PREMIÈRE PARTIE

**LES INVESTMENT TRUSTS
EN ANGLETERRE ET EN ÉCOSSE**

CHAPITRE PREMIER

ORIGINE ET ÉVOLUTION

L'Angleterre peut, à juste titre, être considérée comme la terre natale des Investment Trusts. Si l'on a pu prétendre, avec quelque apparence de raison, que, bien avant que les premiers aient fait leur apparition sur le sol du Royaume-Uni, quelques institutions avaient été fondées en Europe continentale sur les principes que plus tard ils appliqueront, il n'en reste pas moins vrai que ce furent là des tentatives rares et isolées et que c'est bel et bien à la finance britannique qu'il était réservé de faire éclore et de développer, dans la deuxième moitié du xix^e siècle et sur des bases scientifiques, les véritables Sociétés de placement.

Quelles sont les raisons profondes qui ont été à l'origine de ce mouvement ? C'est ce qu'une brève étude du marché financier anglais de 1820 à 1860 nous apprendra.

Section I. — Le marché financier anglais de 1820 à 1860.

Au lendemain des guerres napoléoniennes, le marché de Londres se trouva dans une situation

privilégiée pour profiter des conditions nouvelles créées par les traités de paix.

Malgré les obstacles que le blocus continental avait opposés au développement du commerce extérieur britannique, la finance londonienne avait pu, durant près de 20 ans, fournir les crédits nécessaires à la lutte contre Napoléon I^{er} : elle recueillit, après Waterloo, le fruit de sa ténacité. C'est à elle, en effet, que beaucoup de nations étrangères, soutenues — ouvertement ou secrètement — pendant le conflit, s'adresseront tout naturellement pour les emprunts dont elles auront besoin afin de relever les ruines amoncelées... c'est à elle qu'on fera, en premier lieu, appel, pour tous les grands projets industriels dont la première moitié du xix^e siècle verra l'apparition.

Pour répondre à ces sollicitations d'autant plus pressantes qu'elles sont nécessitées par une véritable révolution économique, l'armature technique du marché, encore primitive, va se perfectionner ; cette adaptation, dont les principales étapes sont marquées (1) par la substitution progressive des banques par actions (Joint Stock Banks) aux banques privées, par le Bank Charter Act de 1844 (qui, en établissant le nouveau statut de la Banque d'Angleterre, consacre la suprématie de cet établissement), par le développement des sociétés à responsabilité limitée (limited liability) à la suite du vote, en 1862, du Joint Stock Companies Act, cette adaptation donc, ne se fait pas sans de nombreuses crises, les unes essentiellement monétaires, sur lesquelles nous n'insisterons pas, les autres financières et boursières dont il est indispensable de dire quelques mots, car ce sont peut-être elles qui ont le plus contribué à faire jaillir sur le marché anglais les Investment

(1) Voir Powell, *The Evolution of the Money Market*.

Trusts, comme un ultime remède au désarroi de l'épargne privée.

En Angleterre, au début du XIX^e siècle, l'habitude de l'épargne s'était déjà répandue jusque dans les basses classes de la population.

Lorsque la conclusion de la paix eut fait cesser la thésaurisation qui avait sévi pendant la période napoléonienne, d'importantes masses de numéraire provenant d'économies accumulées se trouvèrent disponibles pour le placement.

Mais celui-ci ne pouvait s'effectuer que par de rares canaux. L'épargnant n'avait le choix qu'entre le dépôt de son argent entre les mains des Caisses d'épargne (Saving Banks), l'acquisition de fonds d'Etats britanniques (consols) ou étrangers, l'achat d'immeubles, et les prêts hypothécaires ; ces derniers jouissaient d'ailleurs d'un grand prestige à tel point que le terme « securities » — qui signifiait uniquement à l'origine « valeurs garanties par des immeubles » — sert aujourd'hui à désigner d'une manière générale les titres mobiliers. Les placements industriels, assez rares, puisque la forme privée prévalait encore dans l'exploitation des entreprises, étaient considérés comme extrêmement spéculatifs et pendant de longues années encore, resteront l'apanage exclusif des classes aisées.

La fidélité de la petite épargne aux « consols » ne tarda pas à être mise à une rude épreuve : en 1822, eut lieu la conversion en 4 % de l'emprunt « Navy » 5 % et en 3 ½ % du vieux 4 %. Ce fut une profonde désillusion pour les rentiers dont un grand nombre se mit instinctivement à la recherche de placements plus rémunérateurs. Or, la chance parut d'abord les servir : 1825, en effet, vit d'une part l'éclosion d'un nombre prodigieux de sociétés industrielles diverses (624 avec un capital global de

£ 372.173.100, d'après Powell) (1), et, d'autre part, l'émission à des taux avantageux, sur le marché de Londres, de nombreux emprunts extérieurs : Naples 5 %, émis à 92 ½, Prusse 5 % émis à 72, Grèce 5 % émis à 56, Espagne 5 % émis à 56, etc... Il y eut, pour ces emprunts, un véritable engoûment du public qui souscrivit, autant dire, les yeux fermés. Mais de cruels lendemains l'attendaient : sur 26 emprunts étrangers s'élevant au total de £ 52.394.000 émis à Londres de 1823 à 1826, 16 au moins, a-t-on estimé, suspendirent leur service peu de temps après.

C'était un nouveau coup pour la petite épargne qui bientôt, lasse d'apporter ses ressources à des Etats d'une solvabilité problématique, se tourna vers une autre catégorie de placements : les valeurs de chemins de fer. Au cours des années qui suivirent 1840, de nombreux projets furent élaborés en vue de l'établissement du système ferroviaire britannique, pour lequel de gros capitaux étaient incontestablement nécessaires. L'occasion paraissait belle de réparer les lourdes pertes récemment subies, car les projets de lignes, pour la plupart sanctionnés par le Parlement, étaient d'importance capitale pour le développement économique du pays. Mais cette fois ce fut le sens de la mesure qui fit complètement défaut. La fièvre spéculative s'empara du marché : les souscriptions aux émissions nouvelles étaient reçues sans qu'aucune provision fut exigée et la Bourse enregistra (en 1845 notamment) sur les valeurs de chemins de fer des hausses parfois considérables. En 1846, on essaya de freiner le mouvement en exigeant le dépôt aux caisses publiques d'un minimum de 10 % du capital des lignes projetées. La mesure se révéla insuffisante : la Banque

(1) Citant Henry English.

— d'Angleterre, prévoyant le danger, releva bien à plusieurs reprises son taux d'escompte, mais elle fut impuissante à empêcher la crise qui éclata dans les derniers mois de 1847 : faillites sensationnelles, baisse profonde des valeurs (les consols qui avaient atteint 98 3/4 en 1846 tombèrent en octobre 1847 à 78 3/4), rien n'y manqua, et une évaluation contemporaine estima à £ 400.000.000 la dépréciation subie par les titres et les propriétés au cours de la crise.

Une fois encore, par défaut de pondération et surtout de direction ferme, le capital privé avait été cruellement éprouvé... les circonstances paraissaient donc propices à la création de Sociétés de placement qui, en groupant les ressources de l'épargne, leur auraient assuré une gestion à la fois habile et prudente...

Mais les conditions techniques ne sont pas toutes réalisées et il faut attendre la période qui suit le vote du Companies Act de 1862 — première grande loi anglaise sur les sociétés — pour voir la naissance des premiers Investment Trusts.

Section II. — Les premiers Investment Trusts.

L'origine exacte des premiers Investment Trusts reste, malgré toutes les recherches effectuées, assez obscure. Les auteurs britanniques sont peu explicites sur ce sujet et seuls les auteurs américains fournissent des explications d'une nature parfois un peu romanesque. Pour M. Edgar Higgins, le premier Investment Trust aurait été fondé à Dundee dans les conditions suivantes : Vers les années 1860, dit-il, un jeune commis employé dans une filature se préparait à visiter les Etats-Unis. Plusieurs de ses amis lui déclarèrent qu'ils avaient chacun £. 1.000 à placer et lui demandèrent d'acquérir pour eux des valeurs en Amérique... Comme il était assailli de demandes analogues, il dit à ses amis : pour-

quoi ne vous groupez-vous pas de telle sorte que je puisse acheter 30 valeurs différentes, dans lesquelles vous auriez chacun une participation, répartissant ainsi vos risques ? Sa proposition fut adoptée et le premier Investment Trust était créé... L'Ecosais en question est aujourd'hui un vieillard qui est encore à la tête d'un groupe important de Trusts... »

M. Jas. G. Backhouse, dans un article paru dans la *Bankers Magazine* (Londres) en 1927, donne la version suivante : Le mouvement a eu son point de départ à Dundee d'une manière en partie fortuite. En vue de garantir le paiement de toiles envoyées aux Etats-Unis pendant la guerre civile, on accepta des hypothèques sur biens immeubles. Des cargaisons entières de toiles furent expédiées pour être transformées en sacs à terre, mais comme les règlements en espèces n'étaient pas aisés, on ne crut pas pouvoir adopter de meilleures bases pour le crédit à long terme que l'hypothèque.

Ces créances hypothécaires portaient un taux d'intérêt élevé, de 7 à 8 %, et le fait ne tarda pas à être connu que le capital était ardemment sollicité aux Etats-Unis, même à ces taux élevés, pour la mise en valeur du territoire ; cela provoqua la formation, en 1873, du premier Investment Trust, le vieil Oregon and Washington Trust Co...

Powell, par contre, dans le chapitre de son *Evolution of The Money Market* qu'il consacre aux Investment Trusts, constate que bien que parmi les innombrables Sociétés constituées au cours de l'année 1825, certaines comme l'Investment Bank, l'United British and Foreign Loan Co, l'Irish Investment and Equitable Loan Bank, la Metropolitan Investment Society, pussent, dans une certaine mesure, être comparées à des trusts financiers, il faut attendre jusqu'en 1863 pour voir créer à Londres les premiers Investment Trusts, au sens moderne du mot.

Comment concilier ces versions opposées qui ne font, en somme, qu'exprimer la rivalité des deux

écoles, anglaise et écossaise, dont chacune revendique la paternité des Sociétés de placement et la seule véritable orthodoxie dans ce domaine de l'activité financière ? D'après nous, les prétentions de l'une et de l'autre sont, partiellement, justifiées ? Il semble incontestable, d'abord, que ce sont les hommes de loi, experts comptables et gérants de biens écossais, dont l'habileté était proverbiale, qui, les premiers, ont appliqué à de larges patrimoines ou successions, groupés sur des bases coopératives, les principes de gestion qui feront la fortune des Investment Trusts... mais Londres, d'autre part, peut à juste titre se vanter d'avoir, avant Edimbourg ou Dundee, lancé l'idée dans le grand public, et en fait, c'est dans la capitale anglaise que furent constituées les Sociétés que l'on s'accorde, en général, à considérer comme les premiers véritables Investment Trusts, l'International Financial Society (1) et la London Financial Association.

Il ne faudrait pas s'imaginer d'ailleurs que les dogmes que l'on considère comme essentiels aujourd'hui (et notamment la division des risques) soient immédiatement apparus dans toute leur clarté aux fondateurs ; ce que l'on recherche avant tout, à l'origine, c'est de procurer aux capitaux groupés un emploi rémunérateur. Comment y arriver le plus facilement ? C'est ce que l'expérience seule enseignera.

Ainsi les opérations de la London Financial Association se limitaient à des prêts d'argent sur valeurs de chemins de fer ; il fallait toutefois que les lignes

(1) Bien que Robinson et Powell soient d'accord pour faire de l'International Financial Society, à son origine, un Investment Trust, il semble que ce fut plutôt une Finance Co (voir plus bas la distinction entre Finance Co et Investment Trust) ; ce n'est qu'en 1926 que le conseil a décidé la transformation de la société de Finance Co en Investment Trust.

en question fussent terminées. Comme le dit Powell : Une entreprise de ce genre constituait une tentative de compromis entre la méfiance de l'épargnant et la nécessité d'exploiter les chemins de fer. Ceux-ci ne pouvaient attendre un revirement de l'opinion publique ou le lent écoulement de leurs titres entre les mains de capitalistes. Ils déposaient donc leurs titres aux caisses d'une Société financière, qui acceptait de régler leurs dettes jusqu'à concurrence d'un montant déterminé. La Société financière, de son côté, vendait facilement ses propres titres aux épargnants convaincus d'avoir placé un tampon entre eux et le risque industriel...

Cet exemple suffit à montrer de quelle nature précaire et incertaine étaient les participations des premiers trusts.

Il semble que ce soit le Foreign and Colonial Government Trust — encore en activité — qui, le premier, ait eu l'intuition de la politique de placement qui présentait les meilleures chances de succès ; on lit, en effet, dans son prospectus, publié en 1868 :

L'objet du Trust est de fournir à l'épargnant de ressources moyennes les mêmes facilités qu'au grand capitaliste en diminuant les risques du placement en fonds d'Etat étrangers ou coloniaux par la répartition des participations sur un grand nombre de fonds différents et la mise en réserve d'une partie des bénéfices pour amortissement du capital.

Un maximum de £ 100.000 devait être placé dans les valeurs émises par un même Gouvernement, et l'on faisait prévoir aux souscripteurs éventuels un taux de rendement moyen de 8 % sur le capital engagé.

Dans les années qui suivent 1870, plusieurs trusts se créent, tant à Londres qu'à Edimbourg et à Dundee ; certains d'entre eux ont pour objectif principal les Etats-Unis et le Canada. C'est le cas de l'American Investment Trust (du groupe du Foreign and Colonial Government Stock) qui, en 1873, met en souscription au prix de £. 95 des certificats de

100 £., dont chacun se décompose en : 1^o un titre au porteur productif d'un intérêt annuel de 6 % et remboursable à £. 105 en tirages annuels, par prélèvement sur les bénéfices, et surplus ; 2^o un titre de jouissance donnant droit à une partie proportionnelle du Fonds de Trust, après remboursement de tous les certificats. Le prospectus contient les précisions suivantes sur la politique de placement suivie :

Aux Etats-Unis et au Canada, le champ pour un emploi rémunérateur du capital est si vaste que des taux d'intérêt élevés peuvent y être obtenus avec moins de risques qu'en Europe ; en même temps, chaque année, la population et la richesse de ces grandes contrées augmentent de façon à accroître infailliblement la valeur et la sécurité de placements bien choisis ; cependant, plus le domaine sur lequel le choix peut s'exercer est vaste, plus une sélection judicieuse est difficile, si bien que, jusqu'ici, les investissements en Amérique ont été réservés aux grands capitalistes capables de recevoir des informations sûres.

L'objet de la présente combinaison est de permettre à l'épargnant moyen de répartir ses placements sur un grand nombre de valeurs différentes, recommandées par des conseillers avisés comme intrinséquement saines et susceptibles de plus-value, et qui seront limitées à des obligations du Gouvernement, des Etats, Villes et Comtés, ainsi qu'à des entreprises d'intérêt général — spécialement les chemins de fer et les services publics — aux Etats-Unis et au Canada, mais avec la possibilité, pour les Trustees (1), d'effectuer des placements en actions libérées d'autres Sociétés réalisant actuellement des bénéfices.

Les Trustees feront le choix des valeurs et auront le pouvoir de placer temporairement les sommes disponibles en fonds publics des Etats-Unis et du Canada, en attendant que des occasions plus avantageuses d'investissement se présentent ; ils auront aussi la faculté, sur la recommandation du comité des porteurs de certificats, de changer chaque participation quand les circonstances l'imposeront.

Les Trustees se sont assurés, auprès de compétences autorisées, qu'un revenu net supérieur à 7 % du capital investi serait réalisé.

(1) Qui, comme nous le verrons plus loin, jouent le rôle d'administrateurs.

Parmi les autres Trusts créés au cours de cette période, citons le Submarine Cables Trust (1871), le Railway Debenture and General Trust C^o Ltd, le Globe Telegraph and Trust C^o Ltd, la Scottish American Investment C^o Ltd (1873), plus ou moins spécialisés dans une catégorie de valeurs ; d'autres prétendent diversifier davantage leurs placements ; le prospectus de l'Omnium Stock Trust (1874) notamment constate que les Trusts organisés jusqu'alors se cantonnaient dans un domaine déterminé, chemins de fer, fonds d'Etat, télégraphes, gaz et eaux, etc... ; pour lui son objet était d'être un véritable « Omnium Trust » et d'embrasser toute la gamme des valeurs sus-mentionnées, dans la certitude d'obtenir ainsi un rendement plus avantageux.

Bref l'unanimité est loin d'être faite sur les méthodes à suivre et des politiques différentes coexistent ; le public quant à lui s'habitue peu à peu à cette nouveauté qui constitue l'Investment Trust et commence à en suivre avec intérêt le développement.

Section III. — Succès du mouvement de création des Investment Trusts de 1879 à 1889.

Les conditions qui prévalent sur le marché mondial des capitaux de 1879 à 1889 sont extrêmement favorables au développement des Investment Trusts. En Angleterre, d'abord, ces 10 ans sont caractérisés par une stabilité monétaire remarquable due en grande partie à la ferme et intelligente autorité de la Banque d'Angleterre et par un abaissement continu des taux d'intérêt que consacrent deux conversions successives des consolidés britanniques, en 1880 et 1889. Le tableau ci-après résume, à titre d'indication, les cours du 3 % au cours de cette période.

Années

1879.	99 3/4
1880.	100 3/4
1881.	103
1882.	102 1/2
1883.	102 3/4
1884.	102 3/4
1885.	101 1/2
1886.	102 1/2
1887.	103 3/4
1888.	103 1/2
1889.	99 1/4

(conversion du 3 % en 2 1/2 %)

D'autre part, la situation des grands pays emprunteurs d'outre-Atlantique, des Etats-Unis, en particulier, se consolide progressivement ; 1879 y voit le retour à un régime monétaire normal et, le plus gros élément d'incertitude ayant, de ce fait, disparu, aucun obstacle ne s'oppose plus à l'investissement de larges capitaux en Amérique.

On assiste dès lors à la création de nouvelles Sociétés de placement dont l'activité se tourne principalement vers l'étranger.

Le mouvement s'effectue, en premier lieu à une cadence assez ralentie ; en 1883, on ne trouve encore que 8 Investment Trusts cotés à la Bourse de Londres, en 1886, que 12.

Les résultats qu'ils obtiennent sont satisfaisants comme en témoigne le tableau page 16 (1).

Aussi leurs cours en Bourse, pendant les mêmes années, enregistrent-ils, en général, des hausses appréciables ; certaines tentatives, toutefois, ne sont pas heureuses ; ce sont celles notamment qui visent à la constitution de Trusts spécialisés dans les actions de banques : ces dernières, en effet, montrent une grande répugnance à accepter comme action-

(1) Tiré de l'*Economist*.

Dividendes en %							
	1885	1884	1883	1882	1881	1880	1879
American Invest. def. .	6	6 ½	7	6 ½	6 ½	5 ½	5
For. amer. and General def	6	5 ¾	5	—	—	—	—
Foreign and Colonial Government, def. . .	7	7	7	7	6 ½	7 ¼	5 ½
Government Stock, ord.	5	5	5	5	5	5	5
Mercantile Invest. def. .	6 ½	—	—	—	—	—	—
Municipal Trust, ord. .	3 ½	3 ½	3 ½	3	2 ½	2	1 ½
Railway Debentures, shares	6	5	7	7	8	6	6
Railway shares, A. . .	4	2 ½	5	6	7	7	5

naires les Sociétés de placement et refusent le plus souvent l'enregistrement d'actions à leur nom, rendant ainsi presque impossible l'accomplissement de leurs projets... Mais dans tous les autres domaines, le succès semble sourire aux fondateurs d'Investment Trusts ; les émissions qu'ils lancent sont facilement absorbées par le public. En 1888, 15 trusts se créent, avec un capital global d'environ £.9.500.000 ; pendant les premiers mois de 1889, le mouvement s'accélère encore : 19 Trusts sont constitués avec un capital global dépassant £. 25.000.000.

Bref, l'engouement devient extrême, stimulé d'ailleurs par une fermeté générale des valeurs en Bourse... certains symptômes, cependant, commencent à inquiéter les esprits perspicaces et dans les journaux financiers, comme l'*Economist* et le *Statist*, des avertissements, des conseils de prudence et même des critiques commencent à se manifester. Que reproche-t-on donc aux fondateurs des nouveaux Trusts ? Les principaux chefs d'accusation sont les suivants :

1^o On critique d'abord, chez quelques-uns, la composition du capital social composé d'actions ordinaires, généralement libérées d'une petite fraction seulement, pour que le non versé puisse servir de couverture à des émissions d'obligations, et d'une petite quantité d'actions de fondateur entièrement libérées et ne risquant, en conséquence, aucun appel de fonds supplémentaire ; les actions de fondateur réservées aux promoteurs et dirigeants ont droit, généralement, à la moitié des super-bénéfices, après paiement d'un intérêt de 6 à 7 % non cumulatif aux actions ordinaires. Il est facile de voir que, dans ces conditions, le point de vue des dirigeants et celui des actionnaires ordinaires sont diamétralement opposés : alors que ces derniers désirent surtout des revenus sûrs et réguliers, ne pouvant donner lieu à aucun mécompte, les porteurs d'actions de fondateur, au contraire, doivent, pour encaisser des dividendes, faire apparaître de gros bénéfices, quitte à ce qu'ils soient irréguliers, et donc entraîner le Trust dans des opérations plus ou moins hasardeuses (1).

2^o C'est ce qui explique, deuxième grief, comment les Trusts se sont lancés, sans mesure, dans le trafic de création d'affaires nouvelles et de garantie d'émission réservé, jusque-là, aux « Finance Companies », et d'une nature éminemment spéculative, car s'il est d'un excellent rendement, par le jeu des diverses commissions encaissées, en période de prospérité, lorsque les souscriptions sont immédiatement absor-

(1) L'*Economist* a fait une longue et courageuse campagne contre le scandale des répartitions aux actions de fondateur. Il cite le cas d'un Investment Trust, dont les fondateurs pour une mise initiale de 300 £. touchèrent, sur leurs actions de fondateur, £. 160.000 ; or, après la crise Baring, les actions ordinaires libérées de £. 3 sur £. 10 de la même Société étaient si dépréciées que les porteurs offraient £. 2, pour être débarrassés de leurs titres, dans la crainte de voir appeler les 7 £. encore à verser.

bées par le public, il devient très périlleux en période de dépression quand de gros paquets de titres restent sur les bras des membres des syndicats, surchargeant lourdement leur portefeuille, circonstance particulièrement fâcheuse quand il s'agit d'un Investment Trust, qui ne doit posséder que des valeurs de réalisation facile...

En réalité, constatait l'*Economist*, dans son numéro du 22 novembre 1890 : Beaucoup des nouveaux Financial Trusts ne sont que des agences de lancement d'affaires ou des syndicats de garantie déguisés.

3^o Une autre critique remarquait que les nombreux Trusts créés en 1888 et 1889 ne semblaient pas avoir des débuts très heureux, eu égard aux hauts cours qu'atteignaient déjà, au moment de leur constitution, les valeurs de premier ordre sur le marché de Londres ; parmi ces nouveaux trusts, beaucoup ayant des administrateurs communs avec d'anciens, ou tout au moins les mêmes « brokers », il était inévitable qu'ils se confinent aux mêmes titres, portant souvent ceux-ci à des prix injustifiés...

4^o L'*Economist*, enfin, signalait avec regret la tendance à la spécialisation dans une branche d'industrie (brasseries, mines (1), chemins de fer...) ; c'est une vérité évidente, disait-il dans son numéro du 21 juillet 1888 : que plus un Investment Trust se spécialise, moins bien il remplit le but en vue duquel il a été créé ; dans le même ordre d'idée, on pouvait remarquer qu'en octobre 1889, près de 1/3 des participations de huit principaux Trusts londoniens était composé de valeurs sud-américaines.

Les faits ne devaient pas tarder à justifier les craintes exprimées dans la presse : ce furent les graves difficultés que rencontra, en novembre 1890, la célèbre maison de banque Baring qui déclenchèrent la crise.

(1) Particulièrement mines d'or sud-africaines.

Section IV. — La crise Baring.
Difficultés des années 1891 à 1894.

La firme privée Baring jouissait, tant en Angleterre qu'à l'étranger, d'une réputation hors pair et seule la maison Rothschild pouvait rivaliser avec elle en prestige ; en 1819 déjà, le Duc de Richelieu notait : Il y a en Europe six grandes puissances : l'Angleterre, la France, la Russie, l'Autriche, la Prusse..., et Baring Frères, et depuis cette époque lointaine, on ne comptait plus les succès financiers qu'elle avait remportés... mais il arriva qu'au cours des derniers mois de 1890, elle avait donné trop d'extension à un trafic qu'elle effectuait sur une grande échelle : celui des acceptations, créant ainsi sur la place de Londres un réel malaise (1) ; au même moment, les valeurs argentines auxquelles depuis de longues années elle était intéressée et dont elle avait, elle-même, introduit sur le marché un grand nombre, enregistrèrent en Bourse de Londres — rendue plus vulnérable à la suite d'une longue campagne de hausse — une baisse profonde ; dans sa tentative de freiner le mouvement, la Banque Baring s'engagea davantage, tant et si bien que le 8 novembre M. Lidderdale (Gouverneur de la Banque d'Angleterre) apprit qu'elle était sur le point de suspendre ses paiements avec un passif de £. 21.000.000. L'événement fut jugé si grave que l'intervention collective des grandes banques de la place parut nécessaire ; après un rapide inventaire qui permit de constater que l'actif serait suffisant pour couvrir les engagements, un fonds de garantie fut constitué, pour une durée de trois ans, à compter du 15 novembre 1890, sous la direction de la Banque d'Angleterre qui avança à Baring les

(1) D'après Powell.

sommes nécessaires pour faire face aux demandes de remboursement ; la panique était donc évitée... mais le marché de Londres sera long à se remettre de cette secousse que seule la solidarité des banques avait empêchée de tourner en catastrophe, et pendant près de 5 ans, les affaires de Bourse et le commerce languiront, en plein marasme... Et certes, s'il y eut un compartiment qui ne fut pas épargné par la tourmente, ce fut bien celui des Investment Trusts... Gravement affectés par la chute des valeurs sud-américaines dont ils détenaient, nous l'avons vu plus haut, un grand nombre, ils connurent pendant les années 1891, 1892 et 1893, les pires soucis. Sans doute certains groupes trop entreprenants comme le Winchester House Group (dont le chef de file était la Trustee and Executors Corporation et les membres l'Imperial Colonial Finance and Agency Co, l'Industrial and General Trust, l'United States Debenture et la London and New-York Investment Corporation) furent-ils particulièrement atteints et obligés, les premiers, à procéder à des réductions brutales de capital ou même à des liquidations désastreuses ; mais on peut dire, d'une manière générale, que pas un Investment Trust n'échappa entièrement à la crise : l'*Economist* du 9 septembre 1893 reproduit un tableau bien suggestif à cet égard, où pour 31 Trusts importants il indique, d'une part, la valeur globale de leurs propres titres (act. de préférence, ordinaires et obligations) aux cours d'émission, d'autre part leur valeur boursière en septembre 1893 et enfin l'appréciation ou la dépréciation enregistrée (1).

La totalisation de tous ces chiffres pour les 31 Sociétés envisagées fournit les résultats suivants :

(1) Il n'y avait d'appréciation — et encore d'un montant très faible — que pour 7 titres ; tous les autres étaient dépréciés.

Valeur à l'émission	£. 27.936.930
Valeur boursière en septembre 1893.	£. 18.533.924
Dépréciation.	<u>£. 9.403.006</u>

La baisse moyenne avait donc dépassé 33 %... Sur des titres non libérés, il arriva que la baisse excédât le montant versé, fait paradoxal en apparence, mais explicable parce que les porteurs désiraient avant tout échapper à l'éventualité redoutable d'un appel de fonds supplémentaire et consentaient à payer une prime pour être débarrassés de leurs actions !!

Des manœuvres de nature frauduleuses vinrent d'ailleurs aggraver la situation de certains Trusts choisis par des spéculateurs peu scrupuleux, y disposant d'influences particulières, comme « relief funds » (fonds de secours) pour des valeurs qu'ils n'auraient liquidées qu'à perte sur le marché : la South American and Mexican Co notamment servit de « relief fund » à MMs Murietta and Co, financiers connus sur la place de Londres à cette époque, et fut contrainte, peu de temps après, à une réduction profonde de son capital. Ce furent heureusement là des cas exceptionnels. Pour la majorité des Trusts, la crise se limita à une baisse sensible de la valeur de leur portefeuille titres et à une diminution notable des bénéfices encaissés, contraignant parfois à la suppression du dividende des actions ordinaires, plus rarement de celui des actions de préférence. De vives discussions s'élevèrent à l'époque sur le point de savoir s'il était légal de distribuer des dividendes lorsque la valeur du portefeuille était dépréciée par rapport aux cours d'achat et si l'on ne devait pas, en pareille occurrence, porter aux amortissements tous les bénéfices.

Nous verrons plus loin que plusieurs décisions de justice, dont la plus célèbre est connue sous le nom de Verner Case, établirent qu'un Trust pouvait affecter ses revenus à la répartition de dividendes, avant d'amortir la dépréciation de son portefeuille...

**Section V. — Le développement des Investment Trusts
de 1895 à 1914.**

On peut fixer approximativement au milieu de l'année 1894 la fin de la période critique de la crise. A ce moment les opérations chirurgicales nécessaires ont, avec plus ou moins de bonheur, été exécutées, certains groupes remuants ont passé la main ou se sont assagis et l'on commence à discerner en Bourse une amélioration significative. La convalescence toutefois sera longue : pendant des années, bien des Trusts porteront la trace des épreuves traversées ; leurs portefeuilles resteront alourdis par des valeurs pour la plupart intrinséquement saines mais acquises à des prix exorbitants et, aux assemblées annuelles, les rapports des conseils d'administration seront obligés de reconnaître « qu'une dépréciation existe encore par rapport aux cours d'achat », sans d'ailleurs, le plus souvent, comme le constate avec regret l'*Economist*, fournir plus de précisions sur le montant de cette dépréciation. Les conditions du marché monétaire facilitent heureusement, dans une certaine mesure, le retour à un état de choses normal.

D'une part, les taux d'intérêt sont excessivement bas et l'on peut contracter des emprunts perpétuels à 3 % ; d'autre part, les valeurs n'ont pas encore regagné en Bourse de hauts cours. L'occasion est magnifique : nombreux sont les groupes qui savent

en profiter et dont la prospérité actuelle est encore due à leur perspicacité d'alors.

La faveur du public, par ailleurs, évanouie après la crise pour faire place à une méfiance caractérisée, revient peu à peu. Certes, ce n'est plus l'enthousiasme d'antan, mais un sentiment plus réservé qui ne donne son adhésion qu'à des projets vraiment raisonnables. Cela explique qu'à la fin du ^{xix}^e siècle et au début du ^{xx}^e, peu de nouveaux trusts se forment : les anciens, sous l'impulsion d'hommes d'affaires remarquables comme M. R. Fleming, Sir George Warrender, consolident leur situation par l'adoption d'une politique très prudente. Cette attitude ne tarde pas à porter ses fruits, et l'on assiste, à compter de 1903 surtout, à une amélioration lente mais continue qui se traduit par une augmentation progressive des dividendes et une hausse parallèle en Bourse des actions des Trust Companys.

La crise américaine de 1907, elle-même, qui secoue pourtant sérieusement le monde financier, n'exerce qu'une action très faible sur les affaires des Trusts britanniques, qui continuent à se développer favorablement jusqu'à la guerre mondiale ; quand celle-ci éclate, ils constituent déjà un élément essentiel du marché financier anglais, sur lequel, les derniers vestiges des épreuves passées ayant disparu, ils sont à même d'exercer une large influence ; ils s'adressent à un nombre de plus en plus élevé d'épargnants et la constitution en mars 1914 (1) du People's Trust qui fait appel nettement aux classes laborieuses est significative de leur évolution à cet égard : loin de se cantonner dans l'expectative du capitaliste timoré, au surplus, ils commencent à jouer un rôle actif dans le financement des grandes affaires ; leur situation ne fera dorénavant que grandir...

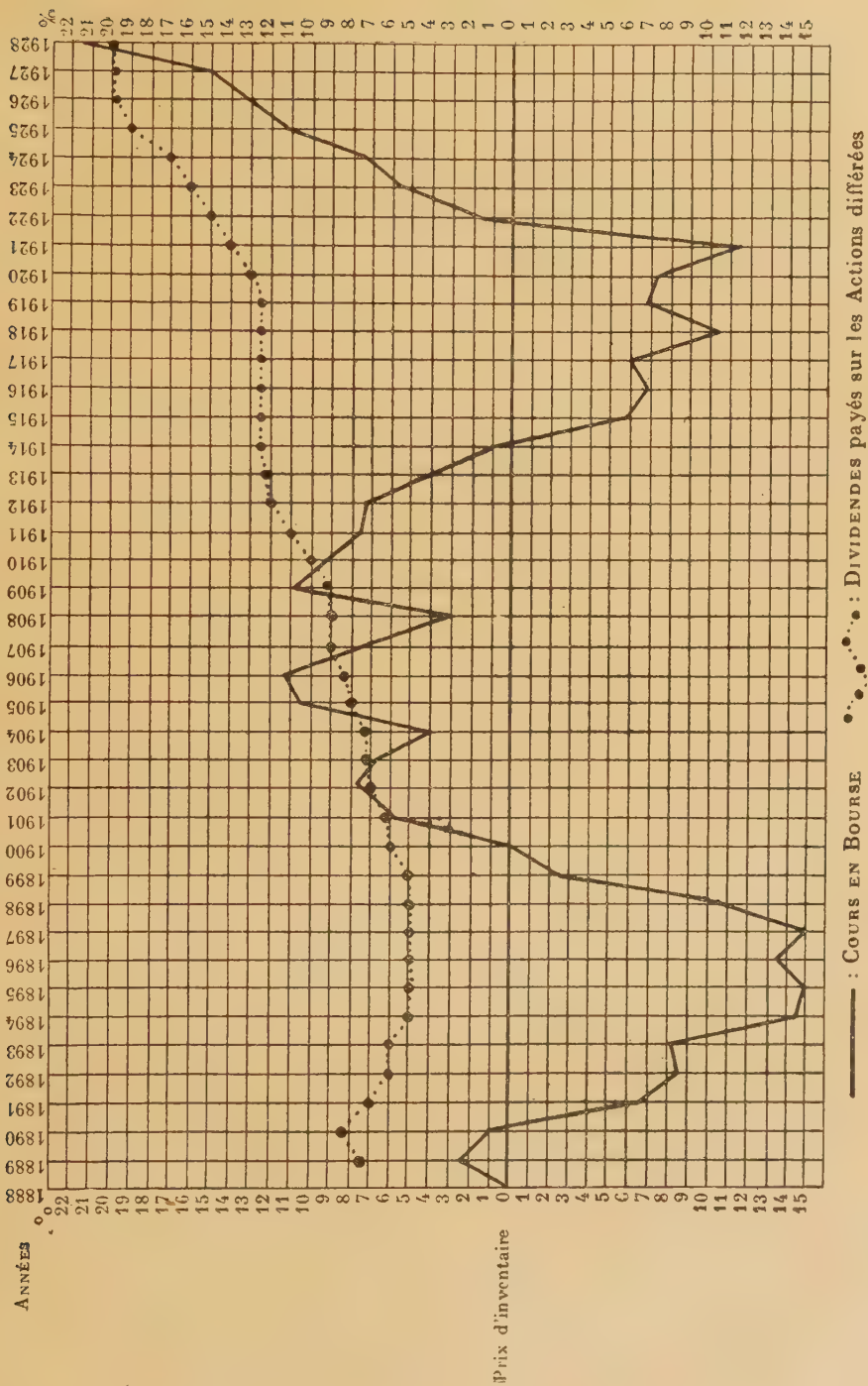
(1) D'après Powell.

Section VI. — La période de guerre.

La guerre de 1914 vient apporter une preuve éclatante de la solidité des bases sur lesquelles les Investment Trusts britanniques sont désormais assis. Non seulement ils traversent aisément la tourmente, malgré la baisse qui affecte certains titres de leur portefeuille, mais encore ils rendent à la cause commune un signalé service, et contribuent efficacement au financement des hostilités en souscrivant d'une part largement aux divers emprunts de guerre britanniques et en cédant, d'autre part, soit définitivement, soit à titre de prêt, au Gouvernement anglais, une grosse partie des nombreuses valeurs américaines dont ils sont détenteurs. Certes, ces opérations se soldent par des bénéfices, tant en raison de la hausse qu'enregistrent déjà les titres américains que des taux d'émission avantageux des nouvelles rentes ; néanmoins, il est permis de supposer que les Trusts auraient fait une meilleure affaire — au point de vue strictement financier — en conservant jalousement par devers eux leur portefeuille en dollars ; qu'ils ne l'aient pas fait est un signe manifeste du sens très réel de solidarité qui, à cette époque, les anime.

Au cours de la période de guerre, les dividendes sur les actions ordinaires ou « deferred » sont généralement maintenus ou diminués dans une faible proportion seulement, grâce à la stabilité des revenus : en Bourse, cependant, les cours de leurs titres reculent sensiblement et seront longs à regagner le niveau d'avant 1914 ; c'est aussi que la dépréciation, en capital, de leur portefeuille est parfois importante. Le graphique publié en 1928 par l'Investment Trust Corporation, en annexe de son rapport annuel, est à cet égard assez significatif.

INVESTMENT TRUST CORPORATION LTD



On voit qu'il faut attendre jusqu'en 1922 pour que le portefeuille se revalorise aux cours d'achat ; les dividendes, par contre, ont une courbe progressivement ascendante, et ne restent stationnaires que pendant les années de guerre.

Section VII. — L'après-guerre.

La situation des Investment Trusts au lendemain de la paix exige de leurs chefs une sagacité particulière : il faut prévoir, après ce gigantesque bouleversement, la meilleure direction à imprimer au capital et lui éviter dans la mesure du possible les aventures du change, à un moment où beaucoup de monnaies connaissent des jours difficiles. La tâche des dirigeants n'est pas aisée, et c'est tout à leur honneur de l'avoir menée à bien. La baisse de la livre par rapport au dollar vient, il est vrai, procurer une excellente occasion de réaliser avec gros bénéfices les restes encore imposants des participations américaines dont par ailleurs des superpositions regrettables d'impôts diminuent notablement le rendement. Mais il s'agit aussi de remployer les fonds devenus disponibles. Va-t-on tenter de financer les nouvelles nationalités de l'Europe continentale ou, au contraire, rechercher un domaine moins semé d'embûches ? C'est la deuxième solution qui, dans l'ensemble, prévaut et c'est vers les pays de l'Amérique du Sud qu'au cours des premières années d'après guerre s'oriente principalement l'activité des Trusts britanniques.

L'expérience montre bientôt que le choix a été heureux et dès que la crise de 1920-1921 cesse d'exercer son influence déprimante sur les marchés financiers, s'ouvre pour les Trusts une nouvelle ère de prospérité. Celle-ci se caractérise par un regain de

créations de sociétés nouvelles (1), les unes patronnées par d'anciens groupes à la prudente politique desquels elles adhéreront pleinement, les autres d'une allure plus spéculative...

En même temps les Sociétés déjà existantes accroissent leurs ressources, soit par des augmentations de capital, soit, fait significatif, par des émissions d'obligations, reprises après une longue interruption.

La progression des émissions globales d'Investment Trusts au cours des dernières années ressort du tableau suivant :

(en 1.000 £.)				
Années	Actions ordinaires	Act. de préf.	Oblig.	Total
1923	3.651	17	962	4.630
1924	8.294	20	»	8.314
1925	7.808	1.669	1.322	10.799
1926	14.237	777	302	15.310
1927	12.142	1.014	1.793	14.949
1928	23.276	2.284	5.890	31.450

Les émissions de 1928 dépassent à elles seules celles de 1926 et 1927 réunies, et sont supérieures de 1/3 au total des années 1923, 1924 et 1925... Les renseignements que l'on a sur les émissions du premier semestre de 1929 ne font au surplus que confirmer la tendance... C'est le signe d'une faveur croissante du public que justifient les excellents résultats obtenus pendant les derniers exercices, en dépit des circonstances défavorables qui ont affecté l'Economie anglaise comme la grève minière de 1927 et la crise caoutchoutière de 1928.

(1) On évalue à 170 le nombre actuel des Investment Trusts en Angleterre, et à £. 269.000.000 leur capital global émis.

CHAPITRE II

ORGANISATION, GESTION ET RÉSULTATS DES INVESTMENT TRUSTS BRITANNIQUES

Section I. — Statut légal (Historique).

C'est dans le régime juridique sous lequel fonctionnaient primitivement les Sociétés de placement britanniques qu'il faut chercher l'origine de l'expression « Investment Trusts » qui, aujourd'hui, sert communément à les désigner (1).

Les premières furent, en effet, constituées comme « common law trusts » (trusts soumis au droit coutumier). « L'institution anglaise du trust », disent MM. Fernand Laurent et Georges Daumas dans leur dictionnaire juridique anglais français, « est très voisine de la fiducie romaine. C'est essentiellement le dépôt d'un bien confié par une personne appelée *truster* soit expressément, soit tacitement à une seconde personne appelée *trustee* pour le compte et au profit d'une troisième bénéficiaire de l'opération et appelée *cestui que trust* (ou *c. q. t.*). »

M. Léon Say, dans son dictionnaire d'économie politique, fournit, d'autre part, la définition suivante : Sous le nom de *trustee* on comprend, en Angleterre, une personne à laquelle a été confiée une propriété, une fortune à gérer d'une manière responsable au bénéfice d'un tiers qui touche les revenus (bénéficiaire ou *cestui que trust*). Ce genre

(1) Pendant très longtemps, les Sociétés de placement furent désignées sous le simple nom de « Trust Companies » ; ce n'est que depuis qu'elles se sont répandues aux Etats-Unis où la « Trust Company » représente une institution bien définie (comme nous le verrons plus loin) que l'on a adopté l'expression plus précise d' « Investment Trust ».

de fidéicommiss (trust) fait partie du régime de substitution successorale en vigueur en Angleterre et sert pour la fortune dotale des femmes mariées ou dans le cas d'une fondation charitable ou autre. Le contrat nommant les trustees s'appelle « deed of trust ».

Liefman enfin, dans son livre *Cartells et Trusts*, explique que le trust « est en somme une garde de biens » par *fidéicommissaires*. Le trust se propose de transférer l'administration et la disposition mais non la propriété d'un bien quelconque à un ou plusieurs administrateurs nommés trustees. Cette vieille institution du Treuhander du droit germanique a reçu en Angleterre et en Amérique un usage très étendu en ce qui touche l'administration des biens étrangers, comme aussi en matière de tutelle, de masse de faillite et autres cas analogues. L'institution de Trust a également reçu de nombreuses applications pour la représentation des porteurs d'obligations de chemins de fer et autres Sociétés ».

Ce sont les diverses clauses du « Deed of Trust » qui constituent la loi des parties et c'est d'après les règles du droit coutumier que les tribunaux interprètent, le cas échéant, leurs intentions, et règlent éventuellement les différends qui peuvent s'élever à ce sujet.

La forme du trust paraissait convenir parfaitement au but recherché par les Sociétés de placement, et c'est pourquoi beaucoup des premiers fondateurs ne crurent pas devoir recourir aux modalités juridiques établies par le « Companies Act » de 1862 dont le vote venait justement de doter l'Angleterre d'une législation commerciale moderne. Mais en 1879, un jugement du « Master of the Roll » (Juge de la Chancellerie) vint déclarer que les « Trusts » étaient des associations illégales. Sa décision était basée sur son interprétation de la section IV de la loi de 1862, d'après laquelle toute « Association » de plus de 20 personnes créée en vue de réaliser un bénéfice devait être enregistrée. Bien que ce jugement ait été infirmé par la « Court of Appeal » (Cour d'appel) qui décida que les « Trusts » n'étaient pas des « Associa-

tions », au sens légal du mot, la plupart des Trusts demandèrent leur enregistrement et depuis cette époque ils sont régis par la législation commerciale anglaise, plusieurs fois remaniée et refondue depuis 1862 et notamment dans le Companies (Consolidation) Act de 1908, puis tout récemment dans le Companies Act 1929 (1).

Section II. — Statut légal (actuel).

C'est sous la forme de Compagnies limitées par actions (Company Limited by shares) — une des trois formes prévues par la loi anglaise, les deux autres étant : la Compagnie limitée par garantie (Company limited by guarantee) et la Compagnie illimitée (Unlimited Company) — que les Investment Trusts anglais sont généralement constitués.

Les actes constitutifs sont :

1^o Le memorandum d'association (memorandum of association) qui doit être signé par 7 personnes ou plus, lorsqu'il s'agit de compagnies publiques (2) : c'est l'acte fondamental qui doit spécifier : *a*) le nom de la Compagnie, se terminant obligatoirement par le mot « Limited » ; *b*) la partie du Royaume-Uni dans laquelle le siège social sera établi ; *c*) l'objet de la Compagnie ; *d*) la déclaration de limitation de responsabilité ; *e*) le montant du capital actions (share capital) à enregistrer, et sa division en actions avec l'indication du nombre et de la valeur nominale

(1) Au cours des dernières années, certains Investment Trusts ont été constitués sous la législation qui régit, en Angleterre, les Sociétés coopératives : les Industrial and Provident Societies Acts.

(2) Et de deux ou plus s'il s'agit d'une « private company » ; la « private company » a le nombre de ses membres limité à 50 ; elle s'interdit tout appel au public pour la souscription de ses actions ou obligations.

de ces actions ; tout fondateur est tenu de prendre au moins 1 action.

Le memorandum d'association doit, obligatoirement, être enregistré à l'office du « Companies Registrar » (greffier chargé de l'enregistrement des Compagnies), au lieu du siège social de la Compagnie (1).

2^o Les articles d'association (articles of association) qui constituent le règlement d'administration intérieure des Compagnies et correspondent aux statuts des Sociétés françaises ; ils peuvent aussi être enregistrés.

Section III. — Objet.

Les Investment Trusts ont, habituellement, aux termes de leurs statuts, un objet assez vaste : le memorandum of association de la Scottish American Investment Company Limited dispose notamment que les objets en vue desquels la Compagnie a été établie sont :

1^o D'exercer l'activité d'une Société de placement (Investment Co) et de finance (Finance Co) en toutes parties du monde et, en particulier, et sans que cet énoncé soit limitatif, de placer des fonds, d'acheter, de vendre, ou de négocier des valeurs de toutes sortes... actions, obligations de Sociétés légalement constituées, titres émis par des Gouvernements, États, municipalités, provinces, etc...

2^o De former un ou plusieurs Trusts de valeurs de la nature de celles énumérées ci-dessus.

3^o De garantir, de négocier, de souscrire ou de participer de toute autre manière à l'émission et au

(1) Le Registrar a un rôle quasi judiciaire et peut refuser l'enregistrement s'il estime que la Compagnie ne s'est pas conformée à la loi (Marquis, *Les Companies Act 1908 à 1917*).

placement de valeurs de la nature de celles énumérées ci-dessus.

4^o D'acheter, de vendre, de payer, de percevoir à commission des espèces, hypothèques, obligations, coupons, etc... et d'une manière générale d'agir comme mandataire dans toutes sortes d'affaires financières.

5^o D'établir, de tirer, d'accepter, d'endosser, d'émettre, d'escompter du papier commercial de toute nature.

6^o D'emprunter de l'argent sur le crédit de la Compagnie ou par l'émission de bons, obligations, garantis ou non, et pour ce faire, d'hypothéquer ou de donner en gage tout ou partie de l'actif de la Compagnie.

7^o De placer les propriétés de la Compagnie au nom de celle-ci ou au nom des Trustees de la Compagnie, que ce soient des particuliers ou des Sociétés.

8^o D'entreprendre et d'exécuter les fonctions de Trustee, d'exécuteur testamentaire, d'administrateur, de mandataire, de liquidateur, d'entreprendre et d'exécuter toutes sortes de Trusts, publics ou privés, et d'effectuer toutes opérations connexes...

9^o De prendre toutes dispositions pour effectuer dans les pays étrangers et les colonies où la Compagnie pourrait faire des affaires toutes opérations nécessaires ou opportunes, et d'y exercer tous les droits de la Compagnie.

10^o D'assurer contre la perte en cours de transmission ou d'agir comme dépositaire d'espèces, monnaies, effets de commerce, obligations, certificats d'actions ou autres documents de valeur.

11^o D'effectuer toutes opérations connexes à l'un des objets ci-dessus.

La plupart des Trust Companies britanniques ont leur objet défini d'une manière analogue ; quelques-unes, comme nous le verrons plus loin,

établissent certaines règles limitatives pour le placement de leurs fonds ; une caractéristique fréquente réside d'autre part dans la possibilité d'exercer l'activité soit d'un véritable Investment Trust, soit d'une Financing ou Finance Co (voir ci-dessous).

Section IV. — Composition du capital social.

Contrairement à la législation française, la loi anglaise ne fait pas dépendre la constitution définitive des Sociétés de la souscription intégrale et du versement au moins partiel du capital social. Cela facilite singulièrement la tâche des fondateurs. Mais les abus qui se sont, à la longue, révélés, ont forcé le législateur anglais à prendre des mesures de précaution comme l'obligation d'indiquer dans le prospectus d'émission le minimum du capital souscrit jugé indispensable pour que la Société commence à fonctionner, les attributions d'actions ne pouvant avoir lieu que ce minimum une fois atteint.

Le capital autorisé (authorised capital) représente le maximum auquel le capital peut être porté, sans avoir recours à une assemblée extraordinaire, le capital émis (issued capital) est le montant effectivement souscrit.

Le capital-actions des Investment Trusts britanniques se compose de deux catégories de titres, actions ordinaires et actions de préférence, les actions de fondateur ayant pour ainsi dire disparu sous les violentes critiques auxquelles elles ont donné lieu (voir ci-dessus). La statistique annuelle (pour 1928-1929) du Financial times indique les pourcentages moyens suivants en lesquels se décompose le capital global (actions et obligations) de 30 Trusts anglais et 24 Trusts écossais, pris parmi les plus importants.

30 Trusts anglais :		
(en 1.000 £.)		en %
Actions ordinaires :	20.951	27,7
Actions de préférence :	21.446	28,4
Obligations :	33.111	43,9
Total :	<u>75.508</u>	<u>100,0</u>
24 Trusts écossais :		
Actions ordinaires :	9.820	18,9
Actions de préférence :	16.624	32,1
Obligations :	25.442	49,0
Total :	<u>51.886</u>	<u>100,0</u>

Les Trusts écossais ont donc, en moyenne, une dette obligataire plus forte que leurs congénères anglais ; leur capital de préférence est aussi plus élevé ; leur capital ordinaire, en revanche, est sensiblement plus faible. Les proportions, au surplus, sont loin d'être immuables et elles varient suivant la situation du marché des capitaux qui, à un moment donné, peut rendre plus ou moins avantageuse l'émission de telle ou telle espèce de titres.

Ajoutons que l'importance du capital global (actions et obligations) des Trusts britanniques n'est, en général, pas très élevée ; la moyenne, pour les 30 Trusts anglais en question, est de £.2.500.000 ; pour les 24 Trusts écossais elle dépasse à peine £. 2.100.000. Il n'y a guère que quatre trusts dont le capital émis atteigne £. 6.000.000 ; un écossais, l'Alliance Trust Co qui vient en tête avec £. 7.167.770 et 3 anglais, l'Industrial and General Investment Trust (£. 6.000.000), l'Investment Trust Corporation (£. 6.250.000) et la Mercantile Investment and General Trust Co (£. 6.000.000). Il semble que ce soit la politique des Trusts britanniques, lorsque leur capital atteint un certain chiffre, et plutôt que de l'augmenter, de fonder des Sociétés nouvelles, dont ils

pourront modeler le capital à leur guise, d'après les leçons de l'expérience et les nécessités de l'actualité ; c'est ce qui explique ces familles de Trusts que l'on rencontre (Scottish American Investment Co, Second Scottish American Investment Co et Third Scottish American Investment Co ; Edinburgh Investment Trust, Second Edinburgh Investment Trust et Third Edinburgh Investment Trust ; British Assets Trust et Second British Assets Trust) notamment en Ecosse, et qui ont le même conseil, la même direction et occupent souvent les mêmes locaux.

A) *Actions ordinaires.*

Depuis que les actions de fondateur ont disparu de la presque totalité des Investment Trusts britanniques, les actions ordinaires (ordinary), parfois nommées différées (deferred) par opposition aux actions de préférence, sont seules à représenter pour leurs porteurs une véritable association aux affaires sociales. Participant à tous les risques de l'entreprise, étant les premières à supporter le poids des réorganisations et réductions éventuelles du capital, il est normal qu'elles reçoivent tout le surplus des bénéfices disponibles, après paiement des charges financières et des frais généraux.

Les actions ordinaires présentent les caractéristiques suivantes :

Parfois elles ont une valeur nominale déterminée, £. 1 (International Financial Society), £. 4 (New Investment Co) ou £. 10 (London Irish Trust Limited) ; le plus souvent, elles circulent sous forme de « stock », c'est-à-dire en coupures diverses à compter d'un minimum de £. 1 ou £. 5.

Elles comportent toujours un droit de vote, variable selon les Trusts, tantôt concurremment avec

les actions de préférence, tantôt exclusivement.

Certains Trusts ont divisé leurs actions ordinaires en « preferred ordinary » (ordinaires de préférence), qui se rapprochent des actions de préférence, et en deferred ordinary (ordinaires différées) ; ce fractionnement a été opéré, en général, par les Trusts qui, depuis de longues années, distribuaient à leur capital ordinaire un dividende régulier — toujours le même — plus un superdividende ; le dividende régulier a été capitalisé sous la forme d'actions « preferred ordinary » émises pour un montant égal à celui des actions ordinaires anciennes, tandis que les nouvelles actions « deferred ordinary » représentaient un bonus matérialisant le droit aux superdividendes. La combinaison, certes assez ingénieuse, présente, à notre avis, l'inconvénient de compliquer la capitalisation des Sociétés et de la rendre peu intelligible à l'épargnant moyen. Une autre pratique assez courante consiste à émettre des actions (Shares) de 10 £. qui lorsqu'elles sont entièrement libérées sont transformées en « stock » de préférence et en « stock » ordinaire généralement dans les proportions de 60 et 40 %.

Le rendement des actions ordinaires d'Investment Trusts, d'après les cours en Bourse, varie dans des proportions très considérables, d'après le standing des diverses sociétés et les résultats qu'elles obtiennent ; on voit les actions des grands Trusts écossais, comme la Scottish American Investment Co, rapporter moins de 3,5 %, alors que les titres de sociétés plus spéculatives comme la Charter Trust and Agency rapportent plus de 6,5 %.

B) *Actions de préférence.*

Elles constituent le stade intermédiaire entre les actions ordinaires et les obligations.

Comme les premières, elles ont généralement droit de vote, quoique souvent dans une proportion moindre, ou seulement lorsque leur dividende n'a pas été payé pendant un certain temps — comme les secondes, elles reçoivent un intérêt fixe cumulatif (dont le taux varie de $4\frac{1}{2}$ à 6 % suivant le crédit de la Société émettrice) sans participation ultérieure, et sont privilégiées pour le remboursement, à la liquidation du Trust, leur couverture étant assurée par le capital ordinaire en circulation. La même Société émet parfois deux catégories d'actions de préférence, 1^{re} préférence et 2^e préférence, qui prennent rang l'une derrière l'autre.

Quelques Trusts disposent que le capital de préférence ne pourra pas dépasser une certaine proportion du capital total (actions), les $\frac{3}{4}$ ou 60 %... à moins du consentement exprès des porteurs d'actions de préférence déjà en circulation.

D'après les cours en Bourse, le rendement de ces actions varie entre 5,20 et 6 % ; 5,50 % constitue le rendement moyen.

Section V. — Faculté d'emprunt.

La faculté d'emprunt des Investment Trusts britanniques est limitée par les statuts à un certain chiffre, tantôt le montant du capital actions souscrit ou émis (Industrial and General Trust, Government Stock and Other Securities Investment Co Ltd), tantôt le total du capital et des réserves (Stock-Holders Investment Trust Ltd, Second American Trust Co Ltd), plus rarement les $\frac{3}{4}$ (Anglo American Debenture Corporation), ou les $\frac{4}{5}$ (Investors Mortgage Security Co Ltd) du capital ; parfois il est prévu une limite supérieure pour emprunts à court terme : 10 % du capital ou une somme fixe :

£. 100.000, par exemple ; il arrive aussi que toute liberté soit laissée au conseil d'administration comme dans le cas du Redeemable Securities Investment Trust Limited.

I. — *Obligations.*

Les obligations ont donc, en général, une couverture solide représentée par tout le capital actions ; souvent, en outre, elles sont émises avec un « trust deed », c'est-à-dire un contrat aux termes duquel la Société emprunteuse « s'engage à considérer ses prêteurs comme une collectivité légale, représentée juridiquement par un trustee ».(1). C'est une pratique très fréquente en Angleterre que le « Trust deed » pour les émissions d'obligations ; parfois il comporte des sûretés réelles sous forme d'affectation spéciale au service de l'emprunt de certains biens qui sont alors gérés par le Trustee, au mieux des intérêts des obligataires ; parfois il n'en comporte pas... en ce cas il perd la plus grande partie de son efficacité et constitue principalement une garantie d'ordre moral : c'est ce qui se passe pour les obligations des Investment Trusts, qui sont habituellement du type « Debentures » et représentent simplement une charge flottante sur l'ensemble de l'actif de la Société émettrice ; le rôle des Trustees est en réalité assez effacé et c'est, en dernière analyse, de l'intégrité et de l'habileté de la direction du Trust que dépend le bon ou le mauvais emploi qui est fait des fonds empruntés.

Les obligations émises par les Investment Trusts britanniques sont perpétuelles ou amortissables ; lorsque les conditions du marché des capitaux sont

(1) Cheminais, *Les sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères.*

telles que l'on peut emprunter à bon compte, lorsqu'on peut prévoir, pour une longue période, une hausse des taux d'intérêt, alors, contracter des emprunts perpétuels (que la législation anglaise permet aux sociétés) est une politique avisée : c'est celle qu'ont suivie dans les années 1895 et suivantes, où l'on trouvait de l'argent à 4 et même 3 ½ %, beaucoup de Trusts anglais dont la prospérité présente découle encore de leur perspicacité d'antan... Quand, au contraire, l'argent est cher, les emprunts amortissables à assez courte échéance s'imposent. La mentalité du public de l'épargne force souvent le choix des collectivités emprunteuses : on a constaté, par exemple, qu'en Ecosse, il était plus difficile de placer des emprunts perpétuels que sur le marché de Londres, eu égard à la méfiance native des épargnants écossais... aussi les trusts d'Edimbourg ou de Dundee ont-ils, pendant longtemps, emprunté à 3 ou 5 ans, à des taux variant suivant la situation du marché, avant de pouvoir recourir aux emprunts à long terme.

A l'heure actuelle, les emprunts amortissables dominant nettement et c'est sous cette forme que se fait la grande majorité des émissions d'obligations d'Investment Trusts.

Leur taux nominal d'intérêt varie de 3 ½ à 5 % ; 4 % est extrêmement fréquent ; leur rendement, d'après les cours en Bourse, ne s'abaisse pas au-dessous de 5 % ; la moyenne est de 5,25 % environ.

II. — *Emprunts en Banque.*

Les Investment Trusts se procurent quelquefois des ressources supplémentaires par des emprunts en banque... C'est une pratique qui se justifie dans des circonstances exceptionnelles lorsqu'une occa-

sion favorable de placement s'offre, qui pourrait échapper s'il fallait attendre le résultat d'une augmentation de capital ou d'une émission d'obligations à un moment où aucune réalisation du portefeuille ne paraît opportune... mais elle ne doit pas se généraliser, car, d'une part, les emprunts en banque sont d'ordinaire fort onéreux, et, d'autre part, il est d'une mauvaise politique financière de procéder à des placements à long terme avec de l'argent emprunté à court terme... aussi beaucoup de statuts fixent-ils avec raison à un maximum de 10 % du capital les facultés d'emprunt en banque.

Section VI. — Placement des émissions.

Le placement des divers titres émis par les Sociétés s'effectue, en général, en Angleterre, par l'entremise d'une Issuing House (maison d'émission) et des brokers.

Le rôle de l'Issuing House, quand après examen attentif de l'affaire et de ses chances de développement elle accepte d'organiser l'émission, est de déterminer quelle espèce de titres, quel taux d'intérêt conviennent, de former le syndicat de garantie, d'établir le prospectus d'émission, etc...

Toutes les Sociétés ne font d'ailleurs pas appel aux services d'une Issuing House, soit que leur crédit soit suffisant pour qu'elles puissent s'en passer (nous verrons que c'est le cas des Investment Trusts), soit, au contraire, qu'elles n'aient pas assez de notoriété pour qu'une Issuing House consente à assumer les risques de l'émission. La tendance des grandes Issuing Houses anglaises est souvent, en effet, de se désintéresser des affaires métropolitaines qui n'offrent pas assez d'envergure, pour s'occuper exclusivement de l'introduction à Londres de gros emprunts

étrangers (gouvernements, municipalités, chemins de fer, etc...). Cela explique que les petites entreprises soient forcées, parfois, de s'adresser à des « promoteurs » (lanceurs d'affaires) privés qui n'offrent pas toujours toutes les garanties désirables.

Le rôle des brokers, lui, consiste à présenter l'émission à leur clientèle en lui adressant des prospectus et en lui fournissant ensuite tous les renseignements qu'elle réclame. Le broker, qui est en somme un courtier en titres, rémunéré à la commission, a une grande indépendance ; il ne dépend pas d'une Issuing House et possède une complète liberté de jugement ; dans la mesure de sa perspicacité et de son intelligence, il est donc pour le public de l'épargne un conseiller avisé et désintéressé...

C'est le prospectus d'émission qui constitue le seul point de contact entre la Société émettrice et le public ; on conçoit donc que le législateur ait pris des dispositions pour que non seulement il ne contienne pas d'indications erronées, mais encore il fournisse toutes les précisions désirables sur la nature des affaires menées par la Société émettrice, sur les différents titres qu'elle a déjà en circulation et les droits de ceux-ci (vote, répartition des bénéfices, etc.), sur les résultats financiers qu'elle a obtenus, sur les buts de l'émission, la rémunération des directeurs, etc... Le Companies Act 1929 a encore renforcé, sur beaucoup de ces points, les dispositions des lois antérieures.

En ce qui concerne les émissions d'Investment Trusts, elles se font généralement sans l'intervention d'une Issuing House ou d'un « promoteur » ; les services de ceux-ci ne sont en effet que rarement utiles, car il s'agit, dans la majorité des cas, soit d'une augmentation de capital ou émission d'obligations d'un Trust existant et jouissant déjà d'une réputation bien assise, dont les titres seront, par consé-

quent, facilement absorbés, soit d'une souscription lancée par une Société nouvelle, mais qui, le plus souvent, fait partie d'un groupe qui la patronnera efficacement... Le recours aux intermédiaires est donc exceptionnel. Rarement, de même, est-il constitué un syndicat de garantie pour se partager les risques éventuels d'un échec de l'émission, le succès de celle-ci étant presque toujours assuré d'avance grâce à la prise ferme, par la direction, ses brokers et les actionnaires, d'une partie souvent considérable du montant mis en souscription ; il arrive même que le total de l'émission soit entièrement souscrit d'une manière privée.

Nous reproduisons ci-dessous à titre documentaire des extraits d'un prospectus d'émission du London and South American Investment Trust, Limited.

Une copie de ce prospectus a été déposée chez le greffier (registrar) des Sociétés par actions. Une demande sera introduite auprès du Comité de la Bourse de Londres pour autorisation de négociation des actions actuellement offertes à la souscription. Une demande pour la cotation officielle sera introduite en temps utile lorsque le capital tout entier (y compris la présente émission) aura été converti en actions de préférence et ordinaires.

La liste de souscription sera ouverte le lundi 29 avril 1929 et sera fermée le ou avant le 30 avril 1929.

London and South American Investment Trust, limited (incorporée sous le régime du Companies (consolidation) Act 1908).

Capital actions :

Autorisé et émis : £. 1.000.000 (y compris cette émission) divisé en 1.000.000 d'actions ordinaires de £. 1, chacune.

Capital obligations :

Emis : £. 250.000 en obligations « Debenture » 5 %.

Emission de 500.000 actions ordinaires de £. 1 chacune à 21 shillings l'action.

Le conseil d'administration a l'intention de prendre les mesures nécessaires pour fractionner tout le capital de la Société, tel qu'il existera le 1^{er} octobre 1929, en 500.000 ac-

tions de préférence 5 % de £. 1 et en 500.000 actions ordinaires de £. 1.

Les actions de préférence auront droit à un dividende fixe cumulatif au taux de 5 % par an. En cas de liquidation, elles auront droit au remboursement de leur montant nominal (plus les dividendes arriérés) avant les actions ordinaires, mais sans participation ultérieure au partage de l'actif.

Il sera donné un droit de préférence pour la répartition des actions de cette émission aux demandes (établies sur formulaires bleus spéciaux) provenant d'anciens actionnaires.

L'Anglo South American Bank, limited, 117, Old Broad Street, E. C. 2. est autorisée (comme banquier de la Compagnie) à recevoir les demandes aux actions mentionnées ci-dessus, et au prix de sh. 21 par titre, payables :

2s6d par act. à la souscription.

8s6d par act. le 6 mai 1929 (y compris la prime d'émission).

5s0d par act. le 1^{er} juillet 1929.

5s0d par act. le 4 septembre 1929.

21s0d.

Les versements anticipés seront acceptés jusqu'au 1^{er} juillet 1929 ; ils porteront intérêt à 3 % l'an.

Prospectus.

La Compagnie a été constituée en 1913 en vue des objets spécifiés au Memorandum d'association et en particulier en vue d'exercer l'activité d'un Trust financier et de placement. En 1924, la Compagnie a modifié son memorandum d'association pour pouvoir établir un département de « Trustee ». Ce département rapporte aujourd'hui un revenu satisfaisant. En 1927, il a été émis £. 250.000 d'obligations « Debenture » 5 % au prix de 94 %, qui furent garanties moyennant une commission de 1 % et une « overriding » commission de 1/2 %. Ces obligations sont protégées par un contrat, qui autorise la Société à émettre de nouvelles obligations « Debentures » jusqu'à un montant égal au capital actions émis, mais qui limite sa faculté d'emprunt pour usages courants à 1/5^e du capital actions. La prime et les dépenses d'émission ont été amorties sur les bénéfices.

Le conseil d'administration a décidé de faire une émission publique de 500.000 actions ordinaires, représentant le solde du capital autorisé, car ils considèrent que les nouveaux fonds pourront être avantageusement employés.

Les bénéfices nets pour les cinq dernières années ont été :

1924-25	£. 32.219
1925-26	£. 36.693
1926-27	£. 33.527
1927-28	£. 37.696
1928-29	£. 48.720

Un dividende au taux annuel de 6 1/4 % — moins l'income tax — a été payé chaque année au capital actions depuis 1921-1922 et au 31 mars 1929, la somme de £. 52.233 a été reportée à nouveau. Le rapport du conseil pour le dernier exercice financier signale que la valeur boursière des placements dépasse celle pour laquelle ils figurent au bilan. Le conseil juge souhaitable de créer deux catégories d'actions et les assemblées nécessaires seront convoquées pour une date ultérieure pour statuer sur la division de tout le capital en 500.000 act. de préférence cumulatives 5 % de £. 1 et 500.000 actions ordinaires de £. 1.

Aux termes des articles d'association la souscription minima d'après laquelle le conseil pourra procéder à répartition a été fixée à 200.000 actions, mais comme l'ensemble des actions actuellement offertes à la souscription a été garanti, les répartitions seront faites dès la clôture de la souscription. Un contrat en vue de la garantie de la présente émission a été passé moyennant une commission de 2 % et une « overriding » commission de 1/2 % entre la Compagnie et MM. Snell et Swaffield.

Une commission de 1 1/2 d. par action sera payée pour toute action attribuée à la suite de souscriptions portant le sceau d'un broker, banquier ou autre intermédiaire qualifié.

Si aucune répartition n'est faite, les versements faits à la souscription seront entièrement retournés, et si le montant attribué est inférieur au montant souscrit, les versements supplémentaires seront affectés à la libération des actions attribuées...

Le défaut de paiement de tout acompte à son échéance rendra tous les versements antérieurs sujets à confiscation et un intérêt de 8 % l'an sera décompté pour tout versement fait en retard. C'est une des conditions de l'émission que les certificats d'actions ne seront pas émis avant que les actions n'aient été divisées.

Des prospectus et des formules de souscription sont dis-

ponibles chez les Banquiers, Brokers, Solicitors, et au siège social de la Compagnie.

Daté du 22 avril 1929.

**Section VII. — Dépenses de premier établissement
et frais d'émission.**

Les dépenses de 1^{er} établissement (preliminary expenses) sont, conformément aux dispositions de la loi anglaise, indiquées dans le prospectus d'émission. Ils comprennent les frais d'enregistre-

	Capital autorisé (en £.)	Capital émis. (en £.)	Dépenses de 1 ^{er} éta- blissement (en £.)
Midland Caledonian Invest- ment Trust, Ltd	1.000.000	500.000	15.000
British Overseas and Gene- ral Investment Co. Ltd	500.000	250.000	8.000
Nineteen Twenty-Nine In- vestment Trust, Ltd.	1.000.000	1.000.000	14.500
City and Foreign Invest- ment Trust, Ltd.	400.000	400.000	4.180
Foreign Securities Invest- ment Trust, Ltd.	250.000	250.000	5.000
City and Provincial Trust Limited	100.000	97.000	9.000
Third Scottish National Trust Co. Ltd	500.000	500.000	9.517
Latin American Investment Trust, Ltd	500.000	500.000	6.675
London and Strathclyde Trust, Limited	500.000	500.000	10.000 (1)
Abbots Investment Trust, Ltd	500.000	500.000	7.500
Anglos Scottish Investment Trust, Ltd	500.000	500.000	10.000 (1)

(1) Y compris la commission aux brokers.

ment du capital (qui en constituent la plus grande partie), les frais d'impression et de publicité, mais excluent généralement les diverses commissions relatives à l'émission des titres. Le tableau ci-dessus en indique le montant pour quelques Sociétés récemment constituées.

La moyenne des dépenses de 1^{er} établissement est donc, dans l'ensemble, plutôt faible. Pour ce qui est des frais d'émission, ils sont assez variables, suivant que l'émission est garantie ou non. Quand elle est garantie, la commission allouée au syndicat varie de 1 à 3 % du montant nominal des titres ; il s'y ajoute une « overriding commission » de $\frac{1}{2}$ % environ, qui constitue le bénéfice des membres primitifs du syndicat, les sous-participants éventuels n'ayant droit qu'à la commission normale.

Lorsqu'aucun syndicat de garantie n'est formé — cas le plus fréquent — les frais sont plus réduits et se composent principalement — en dehors des droits de timbre sur les lettres de répartition adressées aux souscripteurs et de diverses dépenses accessoires — des remises consenties aux brokers, généralement exprimées en pence par action (de $\frac{1}{2}$ d à 3 d. par act. de £. 1, de 6 d. par act. de 5 £., d'1 sh. par act. de 10 £.).

Dépenses de 1^{er} établissement et frais d'émission sont habituellement amortis par prélèvement soit sur les bénéfices, soit sur la prime d'émission, quand il y en a une.

Section VIII. — Gestion du portefeuille.

La gestion du portefeuille des Investment Trusts britanniques n'est en général pas soumise, de par les actes constitutifs, aux règles précises et minu-

tieuses qu'adopteront, comme nous le verrons plus loin, les Investment Trusts américains.

En Angleterre, c'est en la sagacité et la prudence des administrateurs et de la direction que l'on se fie pour assurer aux ressources sociales le meilleur emploi.

Les statuts ne contiennent en effet que peu de dispositions restrictives ; ils se contentent de stipuler que pas plus de 3, 5 ou 10% du capital (actions et obligations), suivant les Sociétés, ne pourront être placés dans les titres d'une même entreprise (les fonds d'Etat britanniques étant généralement exempts de cette limitation), et qu'en aucun cas une participation ne sera prise dans des compagnies à responsabilité illimitée ; souvent aucune espèce de limitation n'est prévue.

En revanche, les pouvoirs des administrateurs sont extrêmement étendus, comme on peut s'en rendre compte par les extraits suivants des statuts de la Northern American Trust Co, Limited :

Pouvoirs des administrateurs.

Les affaires de la Compagnie seront dirigées par les administrateurs et tous pouvoirs qui de par la loi ou les présentes ne devront pas être exercés par une assemblée générale leur appartiendront, sous la réserve des règles que pourra fixer, de temps à autre, l'assemblée générale ; mais aucune décision de celle-ci ne pourra invalider un acte antérieur, accompli par un administrateur, qui aurait été valide si ladite décision n'avait pas été prise.

Les administrateurs auront les pouvoirs suivants (dont l'énoncé n'est aucunement limitatif) :

a) Payer toutes dépenses occasionnées par la constitution ou l'enregistrement de la Compagnie, commencer, mener et conduire les affaires de la Compagnie, telles qu'elles sont prévues au memorandum d'association, et en particulier fixer tous les détails des opérations sociales ;

b) Attribuer et émettre les actions de la Compagnie et exercer tous droits relatifs à l'enregistrement, au refus d'en-

registrement, au transfert des dites actions, tels qu'ils sont prévus par les statuts ;

c) Faire des appels de fonds sur les actions non entièrement libérées ; accepter les versements anticipés, déterminer les conditions de ces versements ;

d) Décider le placement du capital (actions et obligations) de la Compagnie en valeurs autorisées par le memorandum d'association, acquérir et payer les dites valeurs ;

e) Nommer et révoquer, fixer les fonctions, les appointements et autres rémunérations du secrétaire, des commis, employés et autres salariés de la Compagnie, ainsi que les garanties (si besoin s'en fait sentir) à exiger d'eux, etc.... ;

f) Engager, conduire, conclure, abandonner par compromis ou autrement, toutes procédures intéressant les affaires de la Compagnie ;

g) Accomplir tous actes que le memorandum d'association autorise la Compagnie à accomplir, sauf ceux qui exigent la sanction préalable d'une assemblée générale ;

h) Acquérir, dans les conditions qui leur paraîtront appropriées, tous titres, droits, privilèges ou propriétés que la Compagnie peut, aux termes du memorandum d'association, acquérir, toucher et percevoir toutes espèces et valeurs pour le compte de la Compagnie et en faire usage au bénéfice de la Compagnie, enregistrer au nom de la Compagnie ou en leur nom toutes valeurs ainsi acquises au compte de la Compagnie à la condition qu'il n'en résulte pas pour celle-ci de responsabilité illimitée ;

i) Engager toutes négociations, conclure tous contrats et accords pour le compte de la Compagnie ;

j) Etablir et délivrer des reçus, quittances et autres décharges pour des espèces ou autres dettes payables à la Compagnie, transiger, s'il y a lieu, à cet effet ;

k) Constituer un fonds de réserve, tel qu'il est prévu aux statuts, et gérer ce fonds, déclarer le montant des bénéfices réalisés par la Compagnie ;

l) S'en remettre à l'arbitrage pour la solution des litiges intéressant la Compagnie ;

m) Autoriser l'usage du sceau de la Compagnie ;

n) Quand l'occasion s'en présente, pourvoir à la gestion des affaires de la Compagnie à l'étranger, de telle manière qu'ils le jugeront convenable, appointer tous représentants ou mandataires ;

o) Contracter des engagements pour le compte de la Com-

pagnie et consentir toutes hypothèques ou autres sûretés sur les propriétés de celle-ci ;

p) Accomplir tous actes nécessaires pour se conformer aux dispositions des statuts ;

q) Négocier et mener à bonne fin toute absorption, fusion ou autre combinaison avec une autre Société, dans l'intérêt de la Compagnie, mais pas au point d'aboutir à une absorption complète de la Compagnie, à moins d'une décision expresse de l'assemblée générale ;

r) S'adresser aux autorités constituées du Royaume-Uni ou d'ailleurs pour obtenir les pouvoirs nécessaires à l'extension des opérations sociales.

Ainsi la responsabilité qui incombe aux administrateurs est fort lourde, puisque ce n'est que d'eux que dépend le choix des valeurs du portefeuille et, en fin de compte, l'heureux ou le malheureux destin de la Société qu'ils dirigent.

Il faut donc reconnaître une habileté particulière aux hommes qui depuis plus de 50 ans se sont succédé à la tête des Investment Trusts britanniques, pour avoir été capables de mener ceux-ci d'une main ferme, jusqu'au degré de prospérité qu'ils connaissent aujourd'hui.

Quels sont les principes qui ont guidé ces hommes dans leur délicate mission, quelles sont les méthodes qu'ils ont adoptées, à quels résultats ils ont abouti, c'est ce qu'il est intéressant de rechercher ici...

1^o Division des risques.

Ce n'est pas du jour au lendemain que la répartition des risques, au triple point de vue géographique, industriel et financier, s'est révélée comme l'un des meilleurs moyens d'assurer la conservation puis l'accroissement des capitaux. Il est indéniable, d'abord, que la plupart des premiers Investment Trusts britanniques ont été créés dans un but bien déterminé, celui de permettre

à l'épargnant moyen anglais (ou écossais) de profiter d'occasions de placement avantageuses en Amérique, et que pendant de longues années, la majeure partie de l'actif de beaucoup de Sociétés a été presque uniquement investi en placements hypothécaires aux Etats-Unis et au Canada.

Pour en donner un simple exemple, nous reproduisons ci-dessous la décomposition au 31 décembre 1890 du portefeuille de la Scottish American Investment Co, chef de file d'un important groupe écossais et dont les résultats, au cours de sa longue existence — il a été créé en 1873 — ont été uniformément favorables :

Portefeuille au 31 décembre 1890.

Oblig. garanties par des hypothèques sur chemins de fer, par des hypothèques sur propriétés immobilières, et obligations municipales, aux Etats-Unis et au Canada.	£.1.817,100
Oblig. non garanties par hypothèques, act. ordinaires et de préférence	40.916
Placement en Angleterre.	103.439
	£.1.961.455

C'était à peu près à la même époque (1888) que, comme nous l'avons vu plus haut, l'*Economist* critiquait la spécialisation excessive de certains Trusts...

Les déboires de trop nombreuses Trust Companies à la suite de la crise Baring furent pour les autres une salutare leçon et à partir de cette époque on assiste à une généralisation progressive de cette politique raisonnable de répartition des placements qu'applique à l'heure actuelle la grande majorité des Investment Trusts anglais.

a) *Répartition géographique.* — Le tableau sui-

vant indique, pour 25 Trusts, choisis parmi les plus représentatifs, le fractionnement géographique des placements, au cours des six dernières années :

	(en %)					
	1923	1924	1925	1926	1927	1928
Grande-Bretagne	34,5	35,3	34,9	34,0	32,4	34,4
Empire britannique.	10,5	11,3	10,6	11,4	11,6	10,7
U. S. A.	17,1	14,1	13,4	12,8	12,8	10,5
Argentine	12,4	12,2	11,5	11,0	11,1	10,1
Autres pays d'Amérique du Sud	11,2	12,1	12,2	12,4	10,7	10,2
Mexique et Amérique Centrale.	5,1	4,8	4,5	3,9	3,5	3,4
Europe	4,5	5,3	7,2	9,6	12,2	15,8
Asie et Afrique.	4,1	4,2	5,0	4,2	4,7	4,2
Divers	0,6	0,7	0,7	0,7	1,0	0,7
	100	100	100	100	100	100

On remarque l'importance considérable des placements effectués à l'étranger qui, en bloc, atteignent presque les 2/3 des placements totaux. Ces placements extérieurs sont d'ailleurs loin d'être immuables et varient largement d'après les conditions politiques, économiques, financières, etc... On voit ainsi que de 1922 à 1928 le portefeuille américain a sensiblement décru (pour les raisons que nous avons exposées plus haut) au profit principalement des investissements en Europe (emprunts émis sous le patronage de la Société des Nations, soit artificielle, allumettes, etc...). Seuls les placements métropolitains demeurent presque inchangés de 34,5 à 34,4 %. On a souvent reproché aux Investment Trusts leur manque d'intérêt pour les industries nationales, qui se traduit par le fait qu'à peine plus de 1/3 de leur portefeuille est composé

de valeurs britanniques. A quoi attribuer ce phénomène ? Les extraits suivants du rapport pour 1927 du Mercantile Investment and General Trust en fournissent une explication plausible :

Je crois, dit le Président, que je suis justifié en disant que la position des vieux Investment Trusts... est l'une des caractéristiques les plus encourageantes du marché. Mais quand on enquête sur la source de la prospérité de ces Sociétés, il est moins satisfaisant de noter quelle faible part en a été due à des participations dans des industries nationales de base, par quoi j'entends des industries installées et exploitant en Angleterre. Certes quelques placements dans des industries métropolitaines (grands magasins, entreprises électriques, industries de luxe ou de demi-luxe) se sont révélés profitables. Mais d'un autre côté, en ce qui concerne les industries primordiales, charbon, fer, acier, laine et coton, constructions navales, transports, l'expérience de l'épargnant a, au cours des dernières années, été désastreuse. Je n'ai pas qualité pour parler au nom d'autres Trusts, mais les placements effectués par notre Société dans les valeurs mentionnées ci-dessus ont rapporté un intérêt très inférieur à la moyenne... Fort heureusement — que cela provienne de bonne chance ou d'une direction habile, je ne le recherche pas, ces placements étaient d'importance médiocre, de telle sorte que leur rendement insuffisant a été compensé par de meilleurs résultats sur d'autres théâtres d'opération. Pour ce qui est de ceux-ci, la prospérité croissante de l'Argentine et de quelques autres pays sud-américains a été l'une des sources de la situation satisfaisante des Investment Trusts, et le nouveau champ d'activité offert par l'Europe continentale en a constitué une également.

Ces quelques lignes marquent exactement la position des Investment Trusts, ainsi que l'angle sous lequel leurs dirigeants considèrent les placements : le point de vue du capitaliste, abstraction faite — en temps normal, bien entendu, car en période de crise nous avons vu que les Investment Trusts ont apporté une aide efficace au Gouvernement britannique — de toute considération patriotique, si tant est qu'il faille appeler patrio-

tisme plutôt que chauvinisme le fait d'apporter à des industries qui périclitent, sous le prétexte que ce sont des industries nationales, des capitaux frais avec tous les risques que cette opération comporte au lieu de faire fructifier ces capitaux au dehors, pour le plus grand profit de la balance des comptes métropolitaine... Bien des arguments ont été apportés de part et d'autre dans cette controverse dont l'exposé déborderait le cadre de cette étude...

b) *Répartition industrielle.* — La répartition des placements par catégories d'industries est observée par la plupart des Trusts britanniques, comme on peut l'observer par les exemples suivants :

Investment Trust Corporation.

	en %
Fonds d'Etat britanniques	4,4
Chemins de fer (y compris tramways). . . .	29,3
Téléphone, gaz, électricité et autres services publics.	15,4
Entreprises industrielles et commerciales . .	27,4
Trust Cies	8,6
Fonds d'Etats étrangers ou de municipalités.	9,6
Charbon, fer, acier.	5,2
	100,0

General Investors and Trustees, Limited.

	en %
Valeurs industrielles	26,88
Compagnies financières et immobilières . .	22,43
Chemins de fer.	19,78
Electricité, tramways.	16,09
Valeurs d'Etats ou de municipalités	13,65
Mines.	1,17
	100,00

Industrial and General Trust, Limited.

	en %
Valeurs industrielles.	54,63
Chemins de fer américains et étrangers . . .	16,43
Banques et sociétés financières.	10,53
Valeurs d'Etats ou de municipalités.	8,86
Chemins de fer (de la métropole et des colonies)	5,07
Tramways et omnibus.	2,02
Propriétés immobilières.	1,85
Transports maritimes.	0,61
	100,00

Lake View Investment Trust, Limited.

	en %
Valeurs industrielles	55,16
Chemins de fer américains et étrangers . . .	16,26
Valeurs d'Etats et de municipalités	3,78
Mines.	6,19
Banques et sociétés financières	5,72
Chemins de fer de la métropole et des colonies	3,20
Propriétés immobilières	0,89
Tramways et omnibus.	2,23
Transports maritimes	0,57
	100,00

Metropolitan Trust Co, Limited.

	en %
Fonds d'Etat britanniques.	2,5
Chemins de fer (y compris tramways)	28,8
Téléphone, gaz, électricité et autres services publics	15,0
Entreprises commerciales et industrielles. .	32,1
Trust Cies.	13,1
Valeurs d'Etats étrangers ou de municipalités.	8,5
	100,00

Scottish and Southern Counties Investment Trust Ltd.

	en %
Valeurs industrielles	57,56
Chemins de fer américains et étrangers . .	13,12
Banques et sociétés financières	13,08
Valeurs d'Etats et de municipalités	10,61
Tramways et omnibus	2,44
Mines	1,89
Propriétés immobilières	0,79
Chemins de fer coloniaux	0,51
	100,00

Second Industrial Trust.

	en %
Valeurs industrielles	56,51
Chemins de fer américains et étrangers . .	16,71
Valeurs d'Etats et de municipalités	9,83
Banques, Cies d'assurance et financières .	8,38
Tramways et omnibus	4,58
Chemins de fer de la métropole et des colo- nies	2,82
Propriétés immobilières	0,89
Transports maritimes	0,28
	100,00

Stockholders Investment Trust.

	en %
Valeurs industrielles	59,17
Valeurs d'Etats et de municipalités	11,91
Chemins de fer américains et étrangers . .	11,90
Banques et sociétés financières	11,36
Tramways et omnibus	2,09
Mines	1,97
Propriétés immobilières	1,09
Chemins de fer coloniaux	0,51
	100,00

United States and General Trust Co, Limited.

	en %
Fonds d'Etats	13,9
Chemins de fer.	22,3
Chemins de fer électriques, électricité et services publics.	16,6
Fer, charbon et acier	7,2
Entreprises commerciales et industrielles.	28,4
Banques, sociétés financières et de placement	11,6
	100,00 -

On voit de quelle faveur jouissent les chemins de fer qui figurent toujours pour des montants importants.

La rubrique « valeurs industrielles », qui est d'habitude de beaucoup la plus considérable, englobe quantité de titres de natures très diverses. Lorsqu'un Investment Trust ne publie pas la liste complète de ses placements, il est donc impossible de se rendre compte d'une manière satisfaisante de la répartition de ses fonds. Plus de précision serait grandement désirable.

Certains Investment Trusts ont en portefeuille des titres de Sociétés similaires, dans une large proportion. Cet usage souvent critiqué (1) provient du fait des liens de parenté existant entre les diverses Sociétés appartenant à un même groupe, liens qui sont matérialisés par des participations réciproques dans leurs capitaux sociaux respectifs.

D'autres Trusts se cantonnent dans une branche déterminée d'industrie, caoutchouc, mines d'or

(1) On a prétendu notamment qu'il était provoqué surtout par la difficulté des nouveaux Investment Trusts à trouver des placements avantageux et qu'il fallait y voir un signe de l'incapacité de certains conseils de direction. Cette interprétation est, à notre avis, erronée.

sud-africaines, chemins de fer, pétroles, thé. Bien qu'à l'intérieur de leur domaine restreint, ils observent souvent une certaine répartition des risques, ils ne peuvent pas être considérés comme de véritables trusts de placement au sens étroit du mot. Mais les raisons sociales sont parfois trompeuses. Tel Trust que l'on pourrait croire spécialisé, d'après sa dénomination, ne l'est pas ; tel autre, au contraire, qui paraît à première vue des plus authentiques, n'est, en réalité qu'un holding de valeurs caoutchoutières ou de transports maritimes de dernière catégorie.

Le nombre des valeurs différentes possédées par les Investment Trusts est en général supérieur à 100 ; souvent il varie aux alentours de 500 ; rarement il dépasse 1.000. Le tableau ci-dessous l'indique pour quelques sociétés importantes :

Canadian and Foreign Investment Trust . . .	142
British Combined Investors Trust	398
Northern American Trust Co	592
United States Debenture Corporation	820
Mercantile Investment Trust	680
London Trust Co	719
General Funds Investment Trust.	134
Romney Trust	286
General and Commercial Investment Trust. . .	272
Edinburgh Investment Trust.	547
Second Edinburgh Investment Trust	506
Third Edinburgh Investment Trust	474
Scottish Western Investment Co	460
Caledonian Trust Co.	415
Northern American Trust Co	555
Merchants Trust Limited.	475
Investment Trust Corporation	632

Le nombre des valeurs détenues varie d'ailleurs sensiblement chaque année, selon les occasions de vente ou de remploi intéressants qui peuvent se présenter.

c) *Répartition par nature de titres.* — La division du portefeuille en valeurs à revenu fixe et valeurs à revenu variable est générale chez les Investment Trusts britanniques, mais les proportions changent suivant la composition même du capital social de chaque société, selon qu'elle a elle-même une dette obligataire importante ou légère à rémunérer, selon la prudence ou l'audace de son conseil de direction, etc...

Voici quelques exemples récents de répartition :

City and International Trust, Limited.

	en %
Emprunts publics	19,7
Emprunts de sociétés	8,9
Obligations, bons, etc.	26,9
Actions de préférence	13,5
Actions ordinaires	31
	100,00

Edinburgh and Dundee Investment Co, Limited.

Obligations, bons et valeurs à court terme	32
Actions de préférence	23
Actions ordinaires ou différées de banques, Compagnies d'assurance ou de placement	9
Actions ordinaires ou différées	36
	100

Industrial and General Trust, Limited.

Obligations, bons et valeurs garanties	35,57
Actions de préférence	19,76
Actions ordinaires et différées	44,67
	100,00

Lake View Investment Trust, Limited.

Obligations, bons et valeurs à court terme	35,34
Actions de préférence et ordinaires de préf.	30,91
Actions ordinaires et différées	35,75
	100,00

Scottish and Southern Counties Investment Trust, Ltd.

	en %
Actions ordinaires et ordinaires différées . . .	43,57
Obligations, bons	34,36
Actions de préférence et ordinaires de préf. .	22,07
	100,00

Second American Trust Co, Limited.

Obligations et bons	37
Actions de préférence	20,5
Actions ordinaires	42,5
	100,00

Second Industrial Trust, Limited.

Obligations, bons et valeurs garanties . . .	39,82
Actions de préférence	17,99
Actions ordinaires et différées	42,19
	100,00

Stockholders Investment Trust, Limited.

Obligations, bons et valeurs à court terme . .	33,73
Actions de préférence et ordinaires de préfé- rence	22,58
Actions ordinaires et ordinaires différées . .	43,69
	100,00

United States and General Trust Corporation, Limited.

Obligations et bons	49,5
Actions de préférence	19,9
Actions ordinaires	30,6
	100,00

Le pourcentage des titres à revenu variable ne dépasse que rarement 40 %; 30 % constitue une moyenne couramment rencontrée; les Sociétés très prudemment gérées se contentent de 20 à 22%. Le rapport pour 1928 du Mercantile Investment and General Trust Co, Limited, en donne la raison suivante :

Il ne serait aucunement difficile, si le conseil d'administration consentait à arbitrer une large partie de ses valeurs à revenu fixe sur lesquelles les dividendes sont limités contre des valeurs à revenu variable où il n'y a pas de limitation de dividende, d'obtenir une augmentation à tout le moins temporaire des revenus. Mais ce n'est pas le cas. La politique constante du conseil depuis de longues années a été d'investir la plus grande partie, de beaucoup, des ressources sociales en valeurs de premier rang. Il est tout à fait exact qu'on sacrifie ainsi une portion de revenus, mais ce que l'on perd de ce côté, on le retrouve en sécurité accrue. Il y a trois ans, 22 % des fonds, et pas davantage, étaient placés en actions ordinaires. Au cours de l'année écoulée, 20 % seulement étaient investis en titres à revenu variable.

Cet extrait résume assez bien la politique prévoyante à l'extrême que suivent depuis de longues années, avec un rare bonheur, d'ailleurs, certains groupes influents d'Investment Trusts anglais. Nous verrons plus loin, en étudiant les Sociétés de placement américaines, que de nouvelles théories sont apparues outre-Atlantique qui déboulonnent de leur piédestal les titres à revenu fixe, jusqu'ici considérés comme le prototype de la valeur de placement, pour installer à leur place les actions ordinaires. Qu'il nous suffise de dire qu'actuellement, peu de crédit est octroyé à ces théories par la finance britannique et que les nouveaux Trusts qui se créent sont constitués et fonctionnent d'après des principes très voisins de ceux qui ont fait la fortune de leurs prédécesseurs...

2^e Sélection des valeurs.

La division des risques serait d'une efficacité illusoire si le plus grand soin n'était pas apporté à la sélection des valeurs à l'intérieur de chaque compartiment. A cet égard, les dirigeants des

Investments Trusts britanniques paraissent avoir la main particulièrement heureuse. Leur tâche est facilitée par le fait — déjà constaté plus haut — que la plupart d'entre eux appartiennent à des groupes importants (groupe Fleming, groupe St-Davids, groupe d'Edimbourg, etc...) à la tête desquels se trouvent des personnalités très expertes en matière de placement (gérants de fortunes, avocats d'affaires, experts financiers) qui, par leurs relations et leur expérience, sont particulièrement bien placés pour choisir en connaissance de cause les valeurs qui présentent à un moment donné, à sécurité et à rendement égal, les plus grandes chances de plus-value.

Les avantages de pareils groupements ont paru si considérables qu'il a été créé, en 1917, sous le nom de British Trusts Association Limited, un organisme centralisateur qui tout en laissant entièrement subsister l'autonomie des divers Investment Trusts qui sont ses actionnaires, crée cependant entre eux certains liens de parenté ; son objet, aux termes d'un document officiel (1), est le suivant :

La British Trusts Association, Limited, a été constituée en vue de permettre aux divers Investment Trusts britanniques d'agir en commun pour la sélection et l'acquisition de valeurs et en tant qu'organisme central de recherches.

L'association, comme en fait foi son modeste capital, n'a pas pour objet d'exercer un commerce pour son propre compte, mais principalement de servir d'intermédiaire pour l'examen approfondi de toutes émissions et propositions comportant l'investissement de capitaux qui peuvent, de temps à autre, se présenter, et principalement de négocier la prise de participations dans des affaires ou entreprises anglaises.

Le groupement de l'expérience et de l'influence financière des Trusts britanniques est un facteur d'importance inestimable qui permettra l'examen le plus attentif et l'estimation

(1) Cité par L. R. Robinson.

la plus rigoureuse de la valeur intrinsèque et de l'opportunité des placements qui peuvent être proposés.

Il devient de plus en plus évident que la finance anglaise sera ardemment sollicitée d'apporter son appui aux industries nationales pour leur permettre de reconquérir leur prépondérance d'avant-guerre, et c'est principalement dans les émissions qui tendront à ce but que l'Association jouera un rôle important. En outre, elle sera prête à négocier l'achat de paquets de bonnes valeurs devenues disponibles pour diverses raisons, par exemple à la suite de liquidations de patrimoines, et à répartir entre ses actionnaires ces valeurs, évitant ainsi le trouble qu'aurait occasionné leur vente massive en Bourse.

La puissance considérable des Trust Companies concentrée par le canal de l'Association sera d'un grand secours pour le placement du capital britannique.

Si après mûr examen le conseil d'administration de l'Association est convaincu qu'une affaire offre toutes les garanties désirables, il proposera des participations aux Sociétés de placement et de finance comptant au nombre de ses actionnaires et si besoin, formera des syndicats spéciaux pour examiner certaines propositions exigeant une mise au point particulière avant l'émission des titres définitifs.

On peut aussi prévoir que les émissions par appel au public qui bénéficieront de l'approbation des membres de l'association seront plus facilement absorbées par l'épargne privée.

La British Trusts Association s'est largement développée depuis sa fondation : son capital émis, qui n'était que de £. 25.000 en 1918, dépasse maintenant £. 200.000 ; le nombre de ses actionnaires, à l'origine de 21 membres, n'est actuellement pas loin d'atteindre 150 ; son activité paraît s'être plus spécialement orientée vers l'organisation des syndicats d'émission qui constituent, comme nous le verrons plus loin, une intéressante source de bénéfices pour les Investment Trusts.

Les conseils de direction bénéficient donc de concours sérieux pour l'accomplissement de leurs fonctions. Mais cela ne signifie pas que leur responsabilité en soit atténuée. Il leur faut négocier

en temps opportun, acheter sur les marchés où les conditions du moment déprécient injustement les valeurs, vendre là où une hausse boursière prolongée ne paraît plus laisser qu'une faible marge de profit ; il leur faut discerner les industries qui présentent des chances de développement considérable et celles dont l'élimination s'annonce comme prochaine ; il est indispensable en un mot que leur perspicacité soit toujours en éveil, et c'est parce qu'elle n'a que rarement été mise en défaut que les Investment Trusts anglais ont atteint le degré de prospérité qu'ils connaissent aujourd'hui.

Cette perspicacité constitue, en effet, en matière de placement une qualité aussi essentielle que la prudence que nous avons constatée plus haut : seule l'alliance de ces deux qualités permet sans se lancer dans des entreprises hasardeuses de ne pas se cantonner dans le domaine trop exigü des valeurs de père de famille. C'est ce que marquent nettement les extraits suivants (1) d'un rapport de l'Investment Trust Corporation qui bien que datant de 1924 est toujours d'actualité :

Nous avons environ 419 valeurs différentes. Au cours des 36 années d'existence de notre Société, nous en avons possédé, je pense, un ou deux mille ; à peu près aucune d'entre elles, sauf nos participations dans des emprunts d'Etat au cours de la guerre, ne fait partie de ce qu'on appelle les valeurs de « trustee » (2). L'achat de celles-ci n'exige pas l'intervention d'un Investment Trust. Nous courons de plus grands risques que dans des valeurs de « trustee » et ne cessons d'essayer de combiner deux éléments réputés incompatibles, à savoir : intérêt élevé et sécurité satisfaisante. Dans une liste de 419 valeurs de cet ordre, quelques déboires inattendus doivent fatalement arriver de temps à autre.

J'entendais l'autre jour le Président d'une importante

(1) Cités par Robinson.

(2) Valeurs dont la loi impose l'acquisition aux Trusts légaux.

Trust Co soutenir que des valeurs défailtantes constituaient un poste comparable en quelque sorte à une réserve cachée de banque. Elles n'apparaissent aucunement dans les comptes de résultats et au compte « Portefeuille » elles ne figurent que pour très peu de chose. Et pourtant, si elles ont quelque valeur intrinsèque, il est probable qu'elles se relèveront avec le temps, tant en principal qu'en intérêts. Mais, en tous les cas, nous nous efforçons de réduire, autant que faire se peut l'incertitude, n'oubliant pas que le principe de base d'un Investment Trust est d'accroître la sécurité et les bénéfices par une sélection judicieuse et une large répartition des risques.

L'Investment Trust britannique ne se contente donc pas de choisir des valeurs de tout repos et de s'endormir dessus, comme un capitaliste timoré ; il acquiert des valeurs susceptibles de développement, prenant ainsi, sciemment, certains risques qu'il atténue en les répartissant soigneusement ; d'autre part il modifie souvent ses placements, pour prendre son bénéfice, et c'est ce qui explique que bien qu'il n'achète pas en vue de la revente immédiate, comme une « Finance Cy », il ne conserve jamais très longtemps en portefeuille les mêmes valeurs. Ajoutons que bien qu'il observe soigneusement les lois économiques reconnues, il se guide principalement sur la tradition et l'expérience et n'attache sans doute pas à la statistique l'importance qu'attribuent, comme nous le verrons plus loin, à cette science les Sociétés de placement américaines.

3° *Publicité des valeurs du portefeuille.*

La question de la publicité donnée à la composition du portefeuille a fait couler beaucoup d'encre, tant en Angleterre qu'aux Etats-Unis. Le journal *L'Economist* a fait, au cours des années qui

ont suivi la crise Baring, une longue campagne en faveur de la publicité du portefeuille. Dans son numéro du 8 septembre 1894, notamment, il n'hésitait pas à déclarer que : La pratique de la non publicité était parmi les plus fâcheuses qu'une Société puisse adopter et qu'il était regrettable que plusieurs groupes la continuent encore. Il appuyait son affirmation en publiant deux tableaux consacrés l'un aux Trusts communiquant la liste de leurs valeurs, l'autre aux Trusts ne la communiquant pas ; dans ces tableaux étaient indiquées pour chaque Société la valeur primitive de leurs émissions (act. ord., de préférence et obligations) et leurs valeurs respectives, d'après les cours en Bourse, en septembre 1893 et 1894.

Les totaux obtenus étaient les suivants (en £) :

	Valeur primitive à l'émis.	Valeur en sept. 1894	Valeur en sept. 1893	Accroissement + ou diminution — pendant l'année
Trusts publiant leur portefeuille..	23.117.485	18.084.867	18.078.668	+ 6.199
Trusts ne publiant pas leur portefeuille. .	9.653.025	8.580.557	9.080.651	— 500.094

La conclusion est facile à tirer, terminait l'*Economist* ; la faveur du public est à bon droit de plus en plus acquise aux trusts publiant leur portefeuille ; l'ensemble de leurs titres a donc augmenté de valeur au cours de l'année considérée... par contre l'ensemble des titres des sociétés à gestion mystérieuse a fortement décru de valeur.

La condamnation par une autorité aussi indiscutée que l'*Economist* semblait devoir être sans

appel et on eut pu penser qu'elle amènerait progressivement à composition les Trusts récalcitrants. Or il n'en a rien été et bien au contraire, depuis cette époque, beaucoup de sociétés ont, à mesure qu'elles gagnaient la faveur du public, adopté une attitude plus discrète, observé progressivement un mutisme plus complet. C'est aussi que les conditions ont bien changé depuis la crise Baring ; alors l'opinion publique, que les lourdes pertes éprouvées avaient rendue particulièrement susceptible, demandait surtout de la clarté, de la limpidité dans les affaires ; aujourd'hui où une longue période de prospérité a fait disparaître ses appréhensions, elle s'en remet plus volontiers aux décisions souveraines de certains hommes dont le nom seul semble être une garantie de réussite ; en outre certains arguments des adversaires de la publicité paraissent de plus en plus justifiés et notamment celui qui soutient que la liste des valeurs du portefeuille composée avec un soin jaloux et après de longues et coûteuses recherches constitue un actif considérable, que la divulgation dilapide sans aucun avantage et pour le seul profit des sociétés concurrentes... mais d'autre part, les tenants de la publicité brandissent encore, avec quelque succès, l'épouvantail du « blind pool » (groupement aveugle)...

Bref à l'heure actuelle, les avis sont encore partagés et publicité et non publicité coexistent. Certains Trusts adoptent une politique mitigée et font connaître sur demande, et aux seuls actionnaires, la composition exacte de leur portefeuille ; d'autres donnent une liste sans indiquer le nombre des titres de chaque valeur.

Le tableau ci-dessous montre les usages suivis par certains Trusts, pris parmi les plus caractéristiques :

Trusts publiant la composition de leur portefeuille	Trusts ne publiant pas la composition de leur portefeuille
---	--

Trusts anglais.

Bankers Investment Trust, Ltd.	British Steamship Investment Trust.
Foreign American and General Investment Trust Co.	Investment Trust Corporation.
Foreign and Colonial I. T. Co	Metropolitan Trust Co.
Industrial and General Trust.	United States and General Trust Corporation.
International Investment Trust.	
Mercantile Investment and General Trust Co, Ltd.	
Merchants Trust.	
Omnium Investment Co.	
Sterling Trust.	

Trusts écossais

British Investment Trust.
Alliance Trust Co.
British Assets Trust.
Caledonian Trust Co.
Clydesdale Investment Company.
Northern American Trust Company.
Scottish American Investment Co.
Scottish Westernn Investment Co.
Second Scottish Investment Trust Co.

On voit que la pratique de la non publicité est adoptée par tous les grands Trusts écossais, alors que les Trusts anglais sont partagés. Cela semble provenir de ce que les Trusts de Dundee et d'Edimbourg ayant échappé pour la plupart aux troubles

de l'année 1890 et des suivantes ont depuis plus longtemps que leurs congénères anglais gagné la confiance de l'épargne.

Section IX. — Evaluation comptable du portefeuille.

L'évaluation comptable des valeurs du portefeuille est d'importance capitale pour les Investment Trusts. Le portefeuille représente, chez eux, le plus gros, et souvent l'unique élément d'actif ; de la correction des méthodes employées pour le comptabiliser dépend donc le caractère sincère ou factice des écritures. Mais, dès qu'on entre dans le vif du sujet, les difficultés naissent. Faut-il inscrire les valeurs à leurs cours d'achat ? ou aux cours en Bourse le jour de la clôture de l'exercice social ?

Selon que sera adoptée l'une ou l'autre de ces solutions, les bilans se présenteront sous des aspects complètement différents et pourtant la situation comptable sera la même ! Il y a plus : lorsque l'évaluation du portefeuille révélera une moins-value par rapport aux cours d'achat, conviendra-t-il d'affecter à l'amortissement de cette insuffisance tous les bénéfices obtenus et de s'interdire de distribuer aucun dividende ? Devra-t-on considérer cette insuffisance comme une perte, avant qu'elle ne soit réalisée ? Si, au contraire, l'évaluation du portefeuille fait ressortir une plus-value, faudra-t-il l'inscrire en bénéfice au compte de Profits et Pertes ? On voit la complexité des questions qui se posent !!! Les solutions qu'y ont apportées les Investment Trusts britanniques sont le fruit de longs tâtonnements et de mises au point successives. Sans entrer dans l'historique de celles-ci, nous tenterons simplement, après quelques considérations générales, d'exposer les méthodes actuellement

suivies et, dans la mesure du possible, les raisons pour lesquelles elles ont été adoptées.

Et d'abord constatons que, de par leur nature même, les Investment Trusts sont en situation de ne pas tenir grand compte des fluctuations journalières des marchés boursiers, pour autant que celles-ci proviennent de mouvements généraux et non de causes particulières à une valeur ou à une catégorie de valeurs ; bien qu'en définitive, leur objet soit la négociation de titres mobiliers, leurs achats ne sont pas faits en vue de la revente, mais en vue du placement ; leur portefeuille n'est donc pas un actif dont la réalisation puisse s'imposer d'un moment à l'autre ; c'est, dans l'ensemble, et malgré les transactions qui en modifient fréquemment la composition, un actif fixe que l'on peut, à bon droit, considérer comme une immobilisation. Ce sont donc les règles comptables régissant les immobilisations qui, en bonne logique, doivent lui être appliquées ; cela indique suffisamment la nécessité d'une politique raisonnée de réserves et d'amortissements... et nous verrons plus loin que c'est un des principaux mérites des conseils de direction britanniques de l'avoir admirablement compris.

Les considérations précédentes justifient amplement les Investment Trusts de ne pas prendre pour principe d'inscrire aux bilans les valeurs de leur portefeuille aux cours du dernier jour de l'exercice, puisque ces cours sont sujets à variations et que l'image qu'ils fournissent de la situation de la Société est essentiellement éphémère.

Faut-il donc négliger délibérément les indications du baromètre boursier et considérer comme sans importance les dépréciations ou appréciations qu'enregistrent, au cours de l'existence des Investment Trusts, les valeurs qu'ils détiennent ?

Il n'en est rien. Ces dépréciations ou appréciations ont souvent une signification profonde dont il est indispensable de tenir compte. Sans doute, il arrive qu'elles soient sans influence sur les bénéfices obtenus et l'on a vu le fait se produire de Trusts réalisant, pendant une année, des bénéfices supérieurs à ceux de l'année écoulée, alors que l'ensemble de leurs valeurs avait baissé en Bourse ; mais, normalement, une dépréciation est un symptôme fâcheux, et une appréciation un symptôme favorable ; l'interprétation à donner de ces symptômes varie suivant les situations particulières qu'ils reflètent.

1^o Dépréciations.

Elles peuvent être dues :

a) A une baisse générale des valeurs ; il faut distinguer : 1^o si cette baisse intervient à la suite d'une longue campagne de hausse — alors elle a bien des chances de rester partiellement acquise et elle affecte surtout les Sociétés qui ont procédé à leurs acquisitions lorsque les cours étaient proches du maximum : c'est ce qui s'est passé lors de la crise Baring ; certains Trusts n'ont pas retrouvé leurs cours d'achat avant dix ou quinze ans — 2^o ou si elle est le résultat d'une panique, d'une réaction brusque et irraisonnée de l'opinion publique à la suite d'un événement défavorable, mais passager : alors la situation peut se rétablir rapidement et l'Investment Trust trouve même parfois d'excellentes occasions, s'il a conservé des disponibilités suffisantes, pour s'approvisionner, à bon compte, d'excellentes valeurs. Dans l'un et l'autre cas, il est possible que la valeur en capital de l'actif du Trust soit, seule, provisoirement at-

teinte et que ses revenus ne subissent pas de diminution ; l'amortissement ne présente, dans ces conditions, aucun caractère d'urgence et le portefeuille peut rester inscrit au bilan pour une valeur supérieure aux cours boursiers.

b) À des circonstances particulières, soit à une valeur : faillite, liquidation, direction insuffisante, soit à un groupe de valeurs : transformations d'industries, modifications du goût du public, crise économique, etc..., il est alors bien rare que capital et revenus ne soient pas simultanément affectés ; un amortissement rigoureux s'impose et l'inscription au bilan doit tenir compte largement de la perte probable.

2^o *Appréciations.*

Qu'elles proviennent d'une hausse générale boursière ou de causes propres à une ou plusieurs valeurs, la politique des Investment Trusts doit être d'en profiter en temps utile pour transformer en un bénéfice réel un profit qui sera peut-être éphémère.

En résumé, c'est le caractère définitif ou provisoire des plus-values ou des moins-values du portefeuille qui sert à définir l'importance à y attacher. On a beau dire que tant qu'une perte ou un bénéfice n'est pas réalisé par la vente des titres, rien n'est acquis, il n'en est pas moins vrai que l'on peut difficilement justifier — principalement en cas de dépréciation — l'inscription dans les bilans de valeurs pour des chiffres sans aucun rapport avec leurs cours boursiers ; la mesure dans laquelle il convient de corriger ceux-ci reste une question d'appréciation, mais, en définitive, la sincérité des écritures constitue leur principal mérite et, à cet

égard, le conseil que donnait il y a plus de 20 ans l'*Economist* est encore d'actualité, aujourd'hui : même lorsque la valeur boursière (du portefeuille), disait-il, dans son numéro du 29 février 1908, est très au-dessous de celle qui apparaît dans les livres et les bilans, la franchise est la meilleure politique, car rien ne peut influer plus défavorablement sur la tenue en Bourse des actions d'une Trust Co que l'incertitude sur la valeur-réelle de son actif... Cela ne veut pas dire que là où une dépréciation existe il est nécessaire immédiatement d'y pourvoir ou de diminuer le dividende. Pareille mesure ne devient indispensable que quand il est avéré que la perte est définitive : alors il faut amortir d'une manière ou d'une autre.

Beaucoup d'Investment Trusts britanniques ont fini par reconnaître la sagesse de ce conseil et l'on peut dire qu'actuellement la valeur comptable du portefeuille, si elle n'est pas toujours indiquée d'une manière exacte, fait, le plus souvent, l'objet dans les rapports de commentaires suffisants pour donner, en partie du moins, satisfaction à la curiosité des actionnaires.

La coutume généralement adoptée est d'inscrire au bilan les valeurs du portefeuille : « au prix d'achat ou au-dessous... » et d'indiquer dans le rapport qu'« une évaluation des titres basée autant que possible sur les cours à la clôture de l'exercice révèle une appréciation (ou une dépréciation) de £... par rapport à la valeur pour laquelle ils figurent sur les livres... », mais sans préciser le montant de cette appréciation ou dépréciation (1).

(1) Voilà ce que dit le rapport pour 1928 du Sterling Trust : « Depuis plusieurs années la valeur boursière de nos placements a été croissante et elle atteint aujourd'hui une somme bien supérieure à leur valeur comptable. La valeur boursière, sans doute, est un élément variable, mais, comme je viens de le dire, la variation est depuis quelque temps toujours dans la même direction. Il peut se faire que dans l'avenir et pour une raison ou une autre, le mouvement soit en sens inverse, mais, même dans ce cas, il faudrait qu'il soit définitif et catastrophique pour que la valeur

Parfois le portefeuille est porté « au prix d'achat ou au prix actuel en Bourse suivant que l'un ou l'autre est le plus bas ». C'est une pratique très prudente et qui paraît spécialement recommandable ; parfois aussi il figure « au prix d'achat ou au-dessous, déduction faite du montant du « Fonds pour éventualités » (Contingent Fund). Nous allons voir dans la section suivante la manière dont est constitué ce « Fonds pour éventualités » qui est une véritable réserve cachée.

Une dernière question se pose au sujet de l'évaluation comptable du portefeuille. Peut-on, lorsque sa valeur liquidative d'après les cours en Bourse est inférieure à son prix d'achat, distribuer des dividendes ? ou faut-il affecter, dans ce cas, tous les bénéfices à amortir la perte éventuelle ? Ce point qui a fait l'objet, à l'origine des Investment Trusts, de vives discussions, a été évoqué à plusieurs reprises devant les tribunaux ; la plus célèbre instance est connue sous le nom de Verner Case. Le jugement qui y a mis fin a établi qu'il était parfaitement légal pour un Investment Trust de distribuer des dividendes, si les résultats bénéficiaires (entendus comme l'excédent des revenus sur les charges annuelles) le lui permettaient, même à supposer qu'il existât une dépréciation dans son portefeuille. Un Investment Trust, en effet, bien que constitué en vue de l'acquisition de titres mobiliers, n'avait pas pour objet précis de les revendre ; il achetait pour le placement et non pour la spéculation. Dans ces conditions, il était parfaitement

boursière de notre portefeuille descende au niveau de sa valeur comptable. C'est à dessein, toutefois, que je me retiens de vous communiquer le montant de l'appréciation de nos placements à cause de son caractère changeant et à tout prendre, il n'est pas aussi important pour vous que le revenu tiré du portefeuille qui, lui, ne varie pas nécessairement avec les fluctuations boursières. »

en droit de ne pas tenir compte des fluctuations incessantes de la Bourse... Cette décision de justice a été précieuse pour les Investment Trusts à une époque comme celle qui a suivi la crise Baring où ils réalisaient chaque année des bénéfices appréciables, mais où la valeur boursière de leurs participations restait sensiblement inférieure aux prix d'achat.

Aujourd'hui, la jurisprudence fixée par le Verner Case ne présente plus le même intérêt, car depuis la guerre de 1914 les portefeuilles des Investment Trusts ont, la plupart, enregistré des plus-values considérables ; mais elle est encore à la base de la distinction entre « Investment Trusts » et « Finance Companies » ; à ces dernières, dont nous dirons quelques mots plus loin, doit être absolument interdite toute distribution de dividende tant que leur capital n'est pas intact.

Section X. — Constitution des réserves.

Il ne semble pas exagéré de dire que c'est en grande partie à la politique suivie pour l'accumulation d'importantes réserves que beaucoup de Trusts britanniques doivent leur prospérité actuelle.

Les statuts, il convient de le remarquer, n'imposent habituellement sur ce chapitre aucune obligation précise au conseil d'administration ; ceux de la Scottish Western Investment Co, Limited, stipulent que les administrateurs peuvent, avant de proposer ou de déclarer un dividende, prélever sur les bénéfices toutes sommes qu'ils jugeront utiles pour constituer un fonds de réserve. Ce fonds pourra, à la discrétion des administrateurs, être employé de temps à autre pour parer aux éventualités ou à la dépréciation des placements ou de tout autre élément d'actif de la Société, ou pour égaliser les dividendes, répartir des bonus, amortir des pertes, couvrir les

engagements de la Compagnie ou pour tout autre dessein que les Administrateurs estimeront conforme aux intérêts de la Société.

Toute somme portée aux réserves pourra être investie soit en commun avec les ressources générales de la Société, soit séparément mais les revenus provenant du fonds de réserve seront incorporés au compte annuel de Résultats de la Société et ne seront pas capitalisés avec la réserve, à moins d'une décision expresse des administrateurs.

D'une manière similaire, les statuts de la Northern American Trust Co disposent que les administrateurs, avant de proposer un dividende, peuvent, de temps à autre, mais sans y être aucunement forcés, prélever sur les produits annuels toutes sommes qu'ils jugeront utiles de réserver en vue d'égaliser les dividendes, prévenir les pertes, etc...

Des dispositions analogues se rencontrent couramment dans les statuts des Investment Trusts britanniques.

Les réserves peuvent être constituées par prélèvements : 1^o soit sur les bénéfices réguliers et normaux de la Compagnie, c'est-à-dire ceux dérivant de dividendes ou intérêts touchés sur les valeurs du portefeuille et de commissions diverses encaissées — 2^o soit sur les bénéfices extraordinaires et irréguliers, c'est-à-dire les profits sur réalisations de titres ; l'affectation intégrale de ceux-ci aux réserves, après avoir fait l'objet de vives discussions, est maintenant unanimement adoptée, car leur incorporation même partielle au compte de profits et pertes aurait pour effet, comme nous le verrons plus loin, de transformer, aux yeux du fisc, un Investment Trust en « Finance Company ».

Qu'elles proviennent de l'une ou de l'autre source les réserves peuvent être apparentes ou cachées : elles sont apparentes lorsqu'un compte spécial du bilan reçoit chaque année les sommes prélevées à leur intention sur les bénéfices ; elles sont cachées

quand elles sont directement affectées à l'amortissement du portefeuille titres dont elles contribuent à accroître la substance sans que le bilan en porte aucunement la trace : c'est le total des réserves cachées qui forme le « Contingent Fund » dont nous avons parlé ci-dessus ; la nature exacte de celui-ci est assez bien définie dans les extraits suivants du rapport pour 1928 du *Sterling Trust* : Le « Contingent Fund » a été déduit du total des fonds placés, ce qui est notre habitude, mais cela vous intéressera sans doute de savoir que le montant de cette déduction est plus grand que l'année dernière. Je vous ai dit à maintes reprises que le « Contingent Fund » constitue le solde des profits sur réalisation de titres qui, bien entendu, ne sont jamais distribués comme dividendes : le revenu qu'il fournit, toutefois, vous arrive par les voies habituelles.

Les Investment Trusts bien gérés ont en même temps une réserve apparente et une réserve cachée (1) ; leur ligne de défense contre les fluctuations boursières et contre les déboires imprévus est donc double et leur situation, de ce fait, extrêmement forte (2). Lorsque les réserves atteignent un chiffre pléthorique, elles sont souvent capitalisées par la création d'actions nouvelles réparties gratuitement à titre de bonus entre les actionnaires — mais cette opération ne doit se faire à la

(1) D'autres réserves cachées peuvent exister si certains titres, dont la dépréciation à un moment donné avait provoqué l'amortissement massif dans les livres, reprennent par la suite une réelle valeur.

(2) A l'assemblée générale du 26 février 1929, le président du Mercantile Investment and General Trust Limited déclarait qu'à son avis : « la véritable réserve était constituée par l'excédent de la valeur boursière de l'actif, uniquement composé de titres mobiliers, sur le capital et tous les engagements de la compagnie ». Cette définition est, en effet, exacte et permet de déterminer la situation réelle des Trusts qui publient la composition de leur portefeuille ; pour les autres, le montant du « Contingent Fund » reste habituellement ignoré et l'on en est réduit aux déclarations du Rapport.

fois que pour une petite fraction des réserves totales, ou seulement lorsque le montant du « *Contingent Fund* » est assez élevé pour parer à lui seul à toutes éventualités.

Le tableau suivant extrait d'une statistique publiée en juin 1929 par le *Financial Times* de Londres indique pour un certain nombre de trusts importants anglais et écossais le montant total de leurs réserves, ainsi que le pourcentage de celles-ci par rapport à leur capital ordinaire.

Dénomination de la Société	Réserves et reports à nouveau (en £.)	Pourcentage du capital ordinaire %
<i>Trusts anglais.</i>		
American Investment and General Trust Co (1928-29)	503.491	67,13
Bankers Investment Trust Co (1928-29)	297.536	33,06
British Steamship Investment Trust (1927-28)	506.838	28,16
Foreign American and General Trust Co (1928-29)	211.928	28,26
Foreign and Colonial Investment Trust Co (1928-29)	518.338	77,83
Industrial and General Investment Trust (1928-29)	1.535.887	87,76
Investment Trust Corporation (1928-29)	1.769.389	136,11
Mercantile Investment and General Trust Co (1928-29)	745.229	49,68
Merchants Trust (1928-29)	353.498	43,51
Metropolitan Trust Co (1928-29)	622.670	99,62
Ensemble de 30 Investment Trusts Representatifs	12.963.722	61,88

Dénomination de la Société	Réserves et reports à nouveau (en £.)	Pourcentage du capital ordinaire %
----------------------------	--	---------------------------------------

Trusts écossais.

Alliance Trust Co (1928-29)	2.048.923	225,78
British Assets Trust (1928-29)	1.277.588	319,40
British Investment Trust (1928-29)	1.650.849	183,43
Caledonian Trust Co (1928-29)	55.891	13,97
Northern American Trust Co (1927-28)	981.018	163,50
Scottish Investment Trust Co (1927-28)	399.253	199,63
Scottish Western Investment Co (1928-29)	453.104	113,28
Second Scottish Investment Trust Co (1927-28)	417.438	208,72
Ensemble de 24 Trusts représen- tatifs	11.497.243	117,08

On voit que bien que la proportion des réserves par rapport au capital ordinaire soit déjà très élevée chez les Investment Trusts anglais, elle l'est incomparablement davantage (près du double) chez leurs congénères écossais ; c'est une nouvelle preuve de la politique particulièrement prudente de ces derniers.

Section XI. — Bénéfices.

Les bénéfices réalisés par les Investment Trusts sont de deux sortes : 1^o les bénéfices normaux et réguliers ; 2^o les bénéfices occasionnels et irréguliers.

1^o *Bénéfices normaux et réguliers.*

Ils proviennent des dividendes et intérêts encaissés sur les valeurs du portefeuille. Entièrement portés au crédit du compte annuel de Résultats, ils en constituent l'aliment essentiel. Il est à remarquer qu'on ne tient compte généralement que des intérêts et dividendes effectivement encaissés et non de ceux partiellement courus (1), qui ne viendront à échéance qu'après la clôture de l'exercice social. Cette coutume qui n'a pas toujours été suivie — certains trusts ne l'ont adoptée que depuis quelques années — se recommande vivement, au point de vue comptable comme le démontre clairement M. Edward Maitland Campbell dans un article paru en avril 1924 dans la *Harvard Business Review* : un autre cas, où un traitement prudent des revenus a été jugé opportun est celui des intérêts courus. Au point de vue strictement comptable, il est tout à fait légitime de tenir compte dans les écritures des intérêts et dividendes courus, quoique non échus à la clôture de l'exercice, mais cette coutume est de nature à causer des difficultés. Quand le service d'un titre qui jusqu'alors a régulièrement payé des intérêts est brusquement suspendu, la Société n'a pas seulement à retrancher l'intérêt de ce titre pour l'année de la suspension, mais elle doit aussi amortir l'intérêt couru dont il avait été fait état dans les comptes de l'exercice précédent et ainsi un double fardeau incombe, la même année, au compte de résultats. D'un autre côté, lorsqu'une Société débute, elle peut parfaitement ne tenir compte, dès l'origine, que des revenus effectivement touchés. Cet usage évite la nécessité d'avoir à inscrire un compte « Intérêts courus » à l'actif du bilan, bien qu'évidemment il réduise les bénéfices de la première année. Si, par ailleurs, une Société a commencé à faire état des intérêts courus, ce compte ne peut être éliminé que par prélèvements successifs sur les bénéfices. Quand il a disparu, la Société s'est constitué un fonds de réserve supplémentaire d'importance considérable. Ainsi, par exemple,

(1) Que les Anglais appellent : « Accrued interests ».

à supposer que sur tous ses placements les intérêts soient payables par semestre et que les intérêts échus chaque mois soient respectivement égaux, les intérêts courus à n'importe quelle date atteignent un quart du revenu annuel de la Société. Si dans les écritures il n'est pas tenu compte de ces intérêts, ils équivalent à une réserve invisible qui apparaîtrait fatalement, en cas de liquidation. Les Investment Trusts britanniques ont essayé les deux méthodes de traitement des intérêts courus et on peut avancer que la plus prudente, c'est-à-dire celle qui n'en fait pas état dans les écritures, est maintenant couramment adoptée.

Il est intéressant de rechercher la proportion entre les bénéfices normaux et réguliers et le capital global (1). Suivant les Sociétés, elle varie assez sensiblement ; pour 1928 (ou 28-29) chez 30 Investment Trusts anglais, la moyenne est de 6,81 % du capital ; rarement le pourcentage atteint-il 10 % (General Investors and Trustees : 10,35 %) ou s'abaisse-t-il aux environs de 5 % (Charter Trust and Agency : 5,07 %) ; le plus souvent il se tient entre 6 et 7 $\frac{1}{2}$ % ; chez 24 Investment Trusts écossais, la moyenne est de 6,53 % ; les pourcentages varient entre 8,76 % (First Scottish American Trust Co) et 5,30 % (Second Scottish Investment Trust Co) en se tenant souvent entre 6 et 7 %.

2° Bénéfices occasionnels et irréguliers.

Ils proviennent soit de certains éléments d'activité accessoires, comme la participation à des syndicats de garantie de souscription, l'acceptation des fonctions de Trustee dans des émissions d'obligations, ou de service financier de Sociétés, soit des profits sur réalisations de valeurs. Alors que l'imputation des premiers au compte de Résultats

(1) Actions et obligations.

n'a jamais suscité de difficultés, le traitement des seconds soulève d'intéressantes questions dont il faut dire quelques mots.

Doit-on assimiler les profits sur réalisations de titres à des bénéfices normaux bien qu'irréguliers ou convient-il de les considérer comme un accroissement de l'actif immobilisé ? Toute la question est là.

Si la première solution est adoptée, il n'y a aucune raison de ne pas les incorporer au compte de profits et pertes et de ne pas les faire intervenir dans la distribution des dividendes. Alors en bonne logique, les pertes sur réalisations du portefeuille devront recevoir la même destination. Certes, celles-ci seront moins fréquentes puisqu'un Investment Trust, à moins de circonstances exceptionnelles, n'a pas intérêt à liquider des titres à perte ; mais elles existeront néanmoins ; en tout état de cause, les comptes de Résultats annuels, au lieu de faire preuve de stabilité et de lente progression, seront sujets à des écarts considérables ainsi que les dividendes distribués : tantôt une opération d'arbitrage fructueuse permettra de les élever à un taux très élevé ; tantôt une longue période de dépression boursière contraindra à les réduire sensiblement, sinon à les supprimer.

L'incorporation aux comptes de Résultats des profits sur réalisations de titres se heurte donc à de graves objections. Leur séparation complète des bénéfices annuels réalisés, au contraire, se recommande à la fois au point de vue théorique et au point de vue pratique.

Théoriquement, d'abord, nous avons vu que le portefeuille des Investment Trusts constitue réellement un actif immobilisé : toute vente de titres est par suite une vente d'immobilisations dont, en bonne gestion, le produit tout entier, qu'il soit supé-

rieur ou inférieur au prix d'acquisition, doit être réinvesti ; dans la pratique, d'autre part, cette méthode permet seule, s'il est vrai que l'habileté des comités de direction rende, dans la plupart des cas, vraisemblable, au cours d'un certain nombre d'années, un excédent des profits de réalisation sur les pertes, l'usage d'amortissements massifs, unique assurance efficace contre les revers possibles.

Les Investment Trusts britanniques n'ont que rarement hésité sur la voie à suivre ; en grande majorité, ils ont opté pour la deuxième solution, seule conforme à l'idéal qu'ils recherchent. Souvent l'impossibilité d'affecter aux résultats annuels les profits sur réalisations de titres est inscrite en toutes lettres dans les statuts : c'est ainsi, par exemple, que l'article 119 B des statuts du Second Edinburgh Investment Trust dispose que : Les administrateurs pourront constituer une réserve intitulée Réserve de capital ; ils devront le cas échéant, soit inscrire au crédit de cette Réserve, soit affecter aux amortissements, toutes sommes provenant de la vente d'un élément quelconque d'actif et dépassant le prix auquel est inscrit cet élément dans les livres. La Réserve de capital ne sera pas disponible pour les dividendes. Les pertes encourues à la suite de la vente d'un élément quelconque d'actif pourront être portées au débit de la Réserve de capital, à moins que les administrateurs n'en décident autrement.

Il arrive aussi que les statuts soient muets et que la méthode adoptée soit simplement le fruit d'une longue tradition.

Dans l'un et l'autre cas, le résultat est le même : les profits sur réalisations de titres sont soigneusement mis de côté et affectés aux réserves, soit apparentes, soit cachées.

Les rapports annuels des Sociétés ne donnent d'ailleurs pas toujours de précisions sur le montant

de ces profits, notamment lorsqu'ils sont appliqués aux amortissements. Rarement figurent-ils « pour ordre » dans les comptes bénéficiaires.

Il convient d'ajouter ici que c'est précisément l'usage fait des profits d'arbitrage qui peut le mieux servir à distinguer les véritables Investment Trusts des « Finance Companies ». Celles-ci, qui existent en assez grand nombre sur la place de Londres, ont, à première vue, un objet assez voisin de celui des Investment Trusts, puisque ce sont des sociétés de portefeuille constituées en vue de l'acquisition de valeurs mobilières. Mais, en réalité, le fossé qui les sépare est profond ; alors que l'Investment Trust acquiert les titres de son portefeuille dans des buts de placement, la Finance Co les achète en vue de la revente à bref délai avec bénéfices. C'est en somme un spéculateur sous forme de société. Elle ne procède qu'à des opérations rapides et à gros rendement ; aussi les risques qu'elle court sont-ils bien plus élevés que ceux de l'Investment Trust. En ce qui la concerne, le portefeuille titres ne doit plus être considéré comme immobilisation, mais bien plutôt comme fonds de roulement. Va-t-elle alors suivre la politique des Investment Trusts pour le traitement des profits d'arbitrage ? Assurément non, son objet même est d'en réaliser et ils constituent le plus clair de ses revenus. Elle les incorporera donc à son compte de Résultats et les distribuera sous forme de dividendes.

Section XII. — Dividendes répartis.

Les dividendes répartis par les Investment Trusts britanniques comprennent les dividendes des actions de préférence et ceux des actions ordinaires.

Les dividendes des actions de préférence étant

fixes et généralement cumulatifs constituent en réalité une charge financière de l'exploitation. Seules les actions ordinaires — qui, comme nous l'avons vu, représentent une association véritable aux affaires de la société — se partagent le solde des bénéfices disponibles. Il est intéressant de rechercher quel est le pourcentage moyen de ceux-ci, par rapport au capital ordinaire en circulation, ainsi que la part distribuée en dividendes et celle portée aux réserves. La statistique du *Financial Times*, à laquelle nous avons déjà eu recours, va nous renseigner à ce sujet :

Capital ordinaire en circulation £	Solde disponible pour les act. ord. £	% du cap. ord.	Dividendes £	% du cap. ord.	Sommes portées aux réserves appar. £	% du cap. ord.
Total de 30 Trusts anglais (1928 ou 1928-1929)						
20.951.402	2.820.762	13,46	2.133.856	10,18	686.906	3,28
Total de 24 Trusts écossais (1928 ou 1928-1929)						
9.819.557	1.726.365	17,58	1.243.811	12,67	482.554	4,91

Si l'on envisage les proportions respectives des dividendes et des sommes portées aux réserves, par rapport au solde disponible, on obtient les pourcentages suivants :

	Dividendes : % du solde disponible	Sommes portées aux réserves : % du solde dispon.
30 Trusts anglais . . .	75	25
24 Trusts écossais . . .	72	28

Tous ces chiffres sont un nouveau signe de la prospérité des Trusts britanniques, des bénéfices très satisfaisants qu'ils obtiennent actuellement, ainsi que de la prudence dont ils témoignent dans la répartition de ces bénéfices.

Les dividendes des actions ordinaires sont généralement payés en deux fois, sous déduction de l'Income Tax, un acompte en cours d'exercice et le solde après la clôture.

Leur montant présente naturellement des écarts considérables suivant les sociétés; mais depuis quelques années leur courbe est uniformément ascendante comme en témoigne le tableau ci-après, pour l'établissement duquel on a choisi quelques Trusts caractéristiques.

Dividende des actions ordinaires ou deferred
(en % du nominal)

Dénomination de la Société	Années									
	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929

Trusts anglais

American Investment and General Trust Co	9	9	10	10	11	12	12	12	12	
Bankers Investment Trust Co	6	6	6½	7	7½	8½	9½	10	10½	11
Foreign American and General Investment Trust Co. . . .	6	6½	6½	6½	7	7½	8	8	8½	9½
Government Stock and Others Securities Investment Co. . . .	7	7	7	8	8	10	10(1)	10	10(1)	

(1) Plus un bonus de 10 % en actions gratuites.

Dénomination de la Société	Années									
	1920	1921	1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928	1929
Industrial and General Invest- ment Trust . .	10	12	12	12	12½	14	15	16	17	17½
International In- vestment Trust.	5	6	6	6	6	7	8	8½	10	10
Investment Trust Corpora- tion	13	14	15	16	17	19	20	20	20	20
Mercantile In- vestment and General Trust Co	7½	8½	9	9½	10½	12	13	14	15	16

Trusts écossais

Alliance Trust Co	19	20	21	21	22	23	24	25	25	25
British Invest- ment Trust . .	15	15	16	17	19	20	20	21	21	21
Caledonian Trust Co.	7	8	8	9	10	11	12	13	14	15
Clydesdale In- vestment Co . .	7	8	8	9	10	11	12	13	14	
Northern Ameri- can Trust Co .	13	14	14	15	16	17	18	19	20	
Scottish Wes- tern investment Trust	10	11	11	12	13	14	15	16	17	18

Section XIII. — Frais d'exploitation.

C'est une particularité intéressante des Investment Trusts britanniques que leurs statuts contiennent souvent des dispositions fixant un maximum aux frais d'exploitation.

L'article 104 des statuts de la Northern American Trust Co dispose notamment : Une somme égale à 1/2 % des premières 500.000 £. du capital (actions et obligations) souscrit de la Compagnie et à 1/4 % de tout

le capital supplémentaire, existant au cours d'un exercice, sera mise de côté annuellement et remise aux administrateurs sur les revenus de la Compagnie pour couvrir les frais ordinaires d'exploitation. La dite somme comprendra la rémunération des administrateurs, qui se la répartiront comme bon leur semblera. Les dépenses ordinaires d'exploitation ne seront pas réputées comprendre les frais légaux, les honoraires des commissaires, les frais d'émission d'actions ou d'obligations, les dépenses encourues pour l'achat ou la vente des placements de la Compagnie, les droits de timbre au profit du Trésor (sauf les timbres postaux), ni le prix des télégrammes, ni les paiements faits à la suite de pensions ou autres libéralités en faveur du personnel.

D'une manière analogue, les statuts de l'Anglo Celtic Trust, Limited, prévoient que : pour subvenir aux dépenses d'exploitation (telles que définies ci-après) au cours de chaque exercice, les administrateurs prélèveront sur les revenus de la Compagnie, chaque année, une somme ne dépassant pas $1/2$ % du capital actions primitif, soit £. 1.000.000, et une somme supplémentaire ne dépassant pas $1/4$ % de la dette obligataire (s'il y en a une) et du capital actions au-dessus de £. 1.000.000 ; et aucune dépense d'exploitation dépassant les montants ci-dessus ne sera effectuée par les administrateurs sans l'autorisation de la Compagnie réunie en assemblée générale.

Sur les sommes ainsi prélevées chaque année, les administrateurs pourvoiront à tous les frais généraux de la Compagnie y compris à leur propre rémunération qui comprendra le solde restant après paiement de toutes autres dépenses, sans préjudice des allocations supplémentaires que l'assemblée générale pourrait leur voter. Ces rémunérations seront partagées entre les administrateurs comme bon leur semblera. En outre de leur rémunération, les administrateurs seront remboursés de leurs frais de voyage, d'hôtel et divers pour se rendre aux assemblées générales et réunions du conseil.

L'expression « Dépenses d'exploitation » aux termes des présents statuts sera réputée comprendre le loyer des bureaux, les taxes, les frais de bureau et autres dépenses similaires, les traitements du secrétaire, de la direction et du personnel, la rémunération ordinaire des administrateurs et en général toutes les dépenses courantes administratives, mais ne comprendra pas les frais de voyage des administrateurs, le traitement des commissaires, les dépenses légales, les commis-

sions et courtages relatifs aux ventes et acquisitions de valeurs et placements, les frais de télégramme, l'Income Tax et autres impôts.

Il arrive aussi que les statuts soient muets sur les frais généraux, mais qu'ils fixent cependant la rémunération du conseil d'administration ; le cas est assez fréquent. Il faut remarquer, en effet, qu'en Angleterre, à l'inverse de ce qui, comme nous le verrons plus tard, se passe aux Etats-Unis, les administrateurs des Investment Trusts ne reçoivent que rarement des actions d'apport ou autres titres similaires ; certes il n'en a pas toujours été ainsi, et peut-être est-ce précisément à cause du mauvais souvenir qu'ont laissé les anciennes « actions de fondateur » que l'on a renoncé à leur usage ; quoi qu'il en soit, le dédommagement du conseil — qui est loin d'être un organe de représentation passif et inerte, comme on pourrait se l'imaginer, mais qui, bien au contraire, a, le plus souvent, l'activité et l'initiative d'un comité de direction — consiste généralement aujourd'hui dans une somme globale annuelle fixée tantôt définitivement par les statuts (£. 1.500, £. 2.000, £. 2.500 ou davantage suivant les sociétés), tantôt chaque année par l'assemblée générale.

Dans l'un et l'autre cas, il est bloqué au compte de Profits et Pertes sous la même rubrique que les frais généraux. L'ensemble de ceux-ci, qu'il soit ou non limité par les actes constitutifs à un chiffre maximum, est en général très modéré, et cette économie dans la gestion — facilitée dans une large mesure sans doute par le groupement de beaucoup de Sociétés sous une seule direction — n'a pas été l'un des moindres facteurs du succès des Investment Trusts britanniques.

Le tableau ci-après tiré d'une statistique du *Financial Times* indique le montant des frais

d'exploitation (en % du capital social) pour un certain nombre de Trusts caractéristiques anglais et écossais :

Dénomination de la Société	Frais d'exploitation (en % du capital) (1)
<i>Trusts anglais.</i>	
American Investment and General Trust Co (1928-1929)	0,29
Bankers Investment Trust Co (1928-29)	0,35
British Steamship Investment Trust (1927-28)	0,31
Foreign American and General Investment Trust Co (1928-1929)	0,31
Foreign and Colonial Investm. Trust Co (1928-29)	0,43
Industrial and General Investment Trust (1928-29)	0,67
International Investment Trust (1928-29). . .	0,50
Investment Trust Corporation (1928-29). . .	0,33
Mercantile Investment and General Trust Co (1928-29)	0,28
Merchants Trust (1928-29).	0,51
Metropolitan Trust (1928-29).	0,42
Omnium Investment Trust (1928)	0,58
Sterling Trust (1928)	0,38
Moyenne pour 30 Trusts caractéristiques. . .	0,45
<i>Trusts écossais.</i>	
Alliance Trust Co (1928-29)	0,33
British Assets Trust (1928-29)	0,42
British Investment Trust (1928-29).	0,37
Caledonian Trust (1928-29)	0,32
Northern American Trust Co (1927-28) . . .	0,30
Scottish American Investment Co (1928). . .	0,42
Scottish Investment Trust Co (1927-1928) . .	0,48
Scottish Western Investment Co (1928-1929).	0,36
Second Scottish Investment Trust Co	0,51
Moyenne pour 24 Trusts caractéristiques . .	0,40

(1) Actions et obligations.

La moyenne des frais d'exploitation est remarquablement peu élevée puisqu'elle n'atteint pas $\frac{1}{2}$ % du capital social ; les Investment Trusts écossais font encore, dans ce domaine, preuve de supériorité, puisque leur moyenne s'établit à 0,40 % contre 0,45 % pour les Trusts anglais.

Section XIV. — Impôts.

L'Income Tax (dont le taux général est actuellement de 4 shillings par £, soit 20 %) frappe intégralement les revenus des Investment Trusts, à moins que ceux-ci ne dérivent de titres exempts d'impôts. Toutefois il convient d'observer que c'est, en majeure partie, à titre d'avancée et pour le compte de ses actionnaires que le Trust débourse l'Income Tax qui n'est pas un impôt sur les Sociétés mais sur les individus ; cela est si vrai que ceux des actionnaires qui, par suite de leur situation particulière, n'y sont pas soumis peuvent le récupérer auprès du fisc, sinon auprès de la Société ; en réalité donc ce n'est que sur les bénéfices réservés que le Trust paye réellement l'Income Tax ; si les bénéfices réservés sont répartis postérieurement entre les actionnaires, sous forme d'actions gratuites, celles-ci constitueront en quelque sorte « un dividende retardé net d'impôt », mais en aucun cas, il n'y aura superposition d'impôts.

Une question intéressante est celle de la taxation des profits sur réalisations de titres. Pendant longtemps il y a eu désaccord, à leur sujet, entre le fisc anglais et le fisc écossais ; ce dernier les incorporait au revenu taxable, permettant, en contrepartie, de déduire de celui-ci les pertes sur réalisations, alors que le premier ne les taxait pas, à la condition naturellement qu'ils n'apparussent

pas au compte de Profits et Pertes et fussent entièrement réservés.

Assez récemment, le fisc écossais a abandonné son point de vue et admis la séparation des profits sur réalisations de titres, imposant seulement aux Investment Trusts l'obligation d'inscrire dans leurs statuts l'impossibilité de répartir à titre de dividende les dits profits.

Section XV. — Marché des titres.

Les actions et obligations des Investment Trusts britanniques sont généralement inscrites aux grandes bourses métropolitaines, Londres, Liverpool, Glasgow. Les actions ordinaires ont un marché extrêmement étroit, car elles sont très recherchées et leurs détenteurs ne les cèdent que difficilement. Aussi les transactions auxquelles elles donnent lieu sont-elles rares et les cours auxquels elles se traitent très élevés.

Les actions de préférence et les obligations ont un marché beaucoup plus actif ; elles constituent des titres qui allient à une sécurité remarquable un rendement avantageux et peuvent être considérées comme des valeurs de tout repos, assimilables à des « trustee securities ».

Section XVI. — Bilans et comptes de profits et pertes.

Nous reproduisons ci-dessous à titre documentaire les comptes récents de quelques Trusts caractéristiques ; ces comptes, conformément à la législation anglaise, sont certifiés par des commissaires patentés.

*Sterling Trust**Comptes au 31 décembre 1928 (en £., sh. et p.)**1^o Bilan.*

<i>Actif.</i>	£.	s.	p.
Portefeuille titres au prix d'achat ou au-dessous déduction faite du « Contingent Fund »	4.881.139	7	6
Prêts.	58.776	5	0
Débiteurs divers	36.164	13	5
Caisse et banques	6.364	14	6
	4.982.445	0	5
<i>Passif.</i>	£.	s.	p.
Capital autorisé	2.500.000	0	0
Capital émis.			
Act. de préférence 5 % cumul	625.000	0	0
Stock ordinaire	625.000	0	0
250.000 act. de £. 2 en- tièrement libérées	500.000	0	0
	1.750.000	0	0
Dette obligataire autorisée :			
Alabama, New-Orléans, Texas and Pacific Junc- tion, Railways Co Limi- ted.			
Obl. Debentures A 5 %.	750.000	0	0
— — B 5 %.	1.050.000	0	0
— — C 5 %.	840.000	0	0
	2.640.000	0	0
Dette obligataire émise :			
Obl. Debentures A 5 %.	748.850	0	0
— — B 5 %.	1.048.390	0	0
— — C 5 %.	810.652	19	0
	2.607.892	19	0
Intérêts courus sur les obligations, De- bentures A	6.240	8	4
Intérêts semestriels payables le 1 ^{er} février 1929 sur les Obl. C (moins l'Income Tax)	16.213	4	0
Créditeurs divers	19.384	13	10
Dividendes non réclamés	6.068	2	7

Prime sur augmentation de capital (moins frais d'émission)	235.978	0	0
Compte de Réserve.	190.000	0	0
Compte de Résultats :			
Solde.	208.167	12	8
Moins dividende intérimaire payé en août 1928 (moins Income Tax). 37.500.0.0)			
Affectation à la réserve . . . 20.000.0.0)	57.500	0	0
		150.667.	12 8
		<u>4.982.445.</u>	<u>0 5</u>

2^o *Compte de profits et pertes.*

Débit.

Frais généraux :

Rémunération des admi- nistrateurs, honoraires des commissaires et des Trustees.	£.	s.	p.
	5.853	3	6
Traitement du personnel, loyers, frais d'impression et de bureau et divers. . . .	10.585	17	8
Intérêt de 5 % aux obl. A.	37.442	10	0
moins taxe.	7.488	10	0
Intérêt de 5 % aux obl. B .	52.419	10	0
moins taxe.	10.483	18	0
Intérêt de 5 % aux obl. C .	40.533	0	0
moins taxe.	8.106	12	0
Solde		131.853	14 7
		<u>252.608</u>	<u>15 9</u>

Solde transféré au Compte de répartition . . 208.167 12 8

Crédit.

Revenu du Portefeuille, intérêts des prêts et dépôts, moins l'Income Tax	£.	s.	p.
	252.524	8	3
Droits de transfert		84	7 6
		<u>252.608</u>	<u>15 9</u>
Solde créditeur.		131.853	14 7
Report de l'exercice 1927		76.313	18 1
	£.	208.167	12 8

3^o *Compte de répartition.*

<i>Débit.</i>	<i>£. s. p.</i>		
Au compte de Réserve.		20.000	0 0
Dividendes intérimaires payés le 1 ^{er} août 1928 ; 2 1/2 % sur les act. de préf. cumul. 5 %	£. 15.625 0 0		
moins impôts	3.125 0 0		
		12.500	0 0
5 % sur stock ordinaire.	£. 31.250 0 0		
moins impôts :	6.250 0 0	25.000 0 0	37.500 0 0
Dividendes proposés :			
2 1/2 % sur les act. de préf. cumul. 5 %	£. 15.625 0 0		
moins impôts	3.125 0 0	12.500 0 0	
9 % sur le stock ordinaire	£. 56.250 0 0		
moins impôts	11.250 0 0	45.000 0 0	
1 sh. 4 par act. sur les 250.000 actions émises	£. 16.666 13 4		
moins impôts	3.333 6 8	13.333 6 8	
		70.833 6 8	
Report à nouveau		79.834 6 0	
		£. 208.167 12 8	
<i>Crédit.</i>			
Solde du compte de profits et pertes.		208.167 12 8	
		£. 208.167 12 8	

Il y a un passif de £. 43.532 10 0 d. pour versements dus mais non échus, et un passif éventuel de £. 90.167 10 0 d. par suite de certains titres détenus par la Société.

2^o *Compte de profits et pertes.*

<i>Débit.</i>	£.	s.	p.
Loyer des bureaux et coffres-forts	1.153	8	0
Traitement du personnel	6.702	11	6
Rémunération du conseil	6.000	0	0
Frais de bureau, légaux et généraux	1.219	5	7
Honoraires des commissaires	400	0	0
— des Trustees pour les porteurs d'obligations	105	0	0
Fonds de pension	950	0	0
Intérêts aux oblig. 4 % (moins Income Tax).	48.000	0	0
Intérêts aux obl. 4 1/2 % (moins Income Tax).	51.000	0	0
Solde : bénéfice net.	310.910	17	5
	£.	426.441	2 6

<i>Crédit.</i>	£.	s.	p.
Dividendes et intérêts touchés (après déduction de l'Income Tax).	426.213	12	6
Droits de transfert	227	10	0
	£.	426.441	2 6

3^o *Compte de répartition.*

<i>Débit.</i>	£.	s.	p.
Affectation à la réserve	50.000	0	0
Dividende annuel au stock de préférence 5 % (moins Income Tax).	60.000	0	0
Dividende intérimaire de 5 % au stock ordinaire (moins Income Tax).	£. 60.000	0	0
Dividende final proposé de 11 % au stock ordinaire, faisant pour l'année 16 % (moins Income Tax)	£. 132.000	0	0
		192.000	0 0
Report à nouveau	45.229	7	10
	£.	347.229	7 10

<i>Crédit.</i>	£.	s.	p.
Report de l'exercice antérieur.	36.318	10	5
Bénéfice net de l'exercice.	310.910	17	5
	£. 347.229	7	10

International Financial Society Limited.

Comptes au 30 septembre 1928.

(en £. sh. et p.)

1^o Bilan.

Actif.

Caisse et banques.	5.599	9	5
Portefeuille	1.065.249	3	9
Prêts.	9.700	0	0
Débiteurs divers	2.807	1	1
Escompte sur obligations, Impôts et frais d'émission	£. 14.985	13	0
Moins amortissements	£. 14.985	13	0
	£. 1.083.355	14	3

Passif.

Capital :

	£.	s.	p.	£.	s.	p.
Stock de préférence cumulatif 6 %.	300.000	0	0			
Stock ordinaire	200.000	0	0	500.000	0	0
Obligations Debentures 5 %.				279.745	0	0
Emprunts en banque.				218.000	0	0
Dépôts				12.500	0	0
Créditeurs divers.				12.350	12	10
Bénéfice net de l'exercice	26.770	19	5			
Report de l'exercice précédent	42.119	2	0			
	68.890	1	5			

À déduire :

Dividendes intérimaires

*payés le 1^{er} mai 1928 sur
les actions de préférence*

6 %	3.330	0	0			
3 % sur le stock ordinaire	4.800	0	0			
	8.130	0	0	60.760	1	5
				£. 1.083.355	14	3

Note : Il y a un passif éventuel pour £. 53.348 5 0

2^o *Compte de profits et pertes.*

<i>Débit.</i>	£.	s.	p.
Frais généraux (y compris loyers, traitements, rémunération du Conseil et autres frais) . .	6.154	18	5
Intérêt des obligations (moins l'Income Tax). .	8.098	5	4
Solde.	26.770	19	5
	£.	41.024	3 2

Crédit.

Dividendes et intérêts (moins Income Tax) (1)			
commissions, droits de transfert	39.910	18	10
Income Tax récupéré.	1.113	4	4
	£.	41.024	3 2

3^o *Compte de répartition.**Débit.*

Dividende intérimaire sur le stock de préf. 6 % cum. (moins Income Tax).	3.330	0	0
Dividende final sur le stock de préf. 6 % cumulatif (moins Income Tax)	7.200	0	0
Dividende intérimaire de 3 % sur le stock ordinaire (moins Income Tax)	4.800	0	0
Dividende final de 5 % sur le stock ordinaire (moins Income Tax).	8.000	0	0
Solde à nouveau	45.560	1	5
	£.	68.890	1 5

Crédit.

Report exercice précédent.	42.119	2	0
Bénéfice net de l'exercice.	26.770	19	5
	£.	68.890	1 5

(1) Jusqu'en 1926, où la Société a été transformée de Finance Co en Investment Trust, ce poste contenait également les « Profits on sale » (bénéfices sur réalisations du portefeuille) ; depuis, ils ont disparu.

Edinburgh Investment Trust, Limited.

Comptes au 15 mars 1929.

(en £. sh. et p.)

1^o Bilan.

Actif.

Portefeuille au prix d'achat ou au-dessous.	£.	1.886.969	11	10
Dépôts temporaires.		104.465	13	10
	£.	1.971.435	5	8

Passif.

Capital autorisé	£.	1.500.000	0	0
Capital émis :				
Stock de préférence .£.	450.000	0	0	
Stock « deferred » . .	540.000	0	0	
50.000 act. de £. 5,				
ent. libérées	250.000	0	0	
	£.	1.240.000	0	0
Oblig. Debentures		400.000	0	0
Fonds de réserve.		100.000	0	0
Créditeurs divers.		6.942	3	6
Banquiers, Brokers, etc.		19.106	7	5
Bénéfices en surplus . .£.	167.046	14	9	
plus :				
Dividende final proposé				
sur le stock de pré-				
férence et deferred				
payable le 11 avril				
1929	38.340	0	0	
			205.386	14 9
	£.	1.971.435	5	8

2^o Compte de profits et pertes.

Débit.

Intérêts payés et courus sur oblig. (moins				
Income Tax)	£.	12.800	0	0
Frais généraux		4.975	0	0
Bénéfice net de l'exercice, transféré au				
compte de répartition		87.735	10	0
	£.	105.510	10	0

Crédit.

Intérêts et dividendes touchés (moins		s. p.
Income Tax)	£. 105.510	10 0
	£. 105.510	<u>10 0</u>

*3^o Compte de répartition.**Débit.*

Dividende au taux de 4 1/2 % l'an sur le stock de préférence, jusqu'au 15 septembre 1928 (moins Income Tax à 4 sh.). .	£. 8.100	0 0
Dividende intérimaire de 5 % sur le stock deferred (moins Income Tax)	£. 21.600	0 0
	£. 29.700	<u>0 0</u>
Dividende proposé au taux de 4 1/2% l'an sur le stock de préférence jusqu'au 15 mars 1929 (moins Income Tax). .	8.100	0 0
Dividende final proposé de 7 % au stock deferred (moins Income Tax).	30.240	0 0
Solde transféré au compte des « bénéfices en surplus »	19.695	10 0
	£. 87.735	<u>10 0</u>

Crédit.

Solde du compte de profits et pertes . .	£. 87.735	10 0
	£. 87.735	<u>10 0</u>

*4^o Bénéfices en surplus.**Débit.*

Bénéfices en surplus (net)	£. 167.046	14 9
	£. 167.046	<u>14 9</u>

Crédit.

Report de l'exercice précédent (moins l'impôt sur les bénéfices des sociétés soit £. 12.12.2)	£. 147.351	4 9
Solde du compte de répartition	19.695	10 0
	£. 167.046	<u>14 9</u>

Scottish American Investment Company Limited.

Nous reproduisons ci-dessous les comptes de

profits et pertes comparés depuis 1916 de la Scottish American Investment Co, qui est l'un des plus anciens Investment Trusts écossais, ayant été fondée en 1873, et l'un de ceux ayant obtenu les résultats les plus réguliers (Voir pages 102 et 103).

La progression continue des bénéfices et des dividendes (pour le calcul desquels il y a lieu de tenir compte de la répartition d'actions gratuites) que marque ce tableau est un signe de la prospérité du Trust et de la prudence de sa gestion ; un autre indice de celle-ci est l'importance des réserves accumulées. Au 31 décembre 1928 le fonds de réserve apparaissant au passif du bilan s'élevait à £. 675.000 ; le « Capital Reserve Fund », déduit à l'actif du « Portefeuille titres », se montait à £. 1.200.000, dont £. 650.000 provenant de profits sur réalisations au cours de l'exercice 1928 ; en outre le rapport signalait que la valeur du Portefeuille — inscrit seulement au bilan après déduction du « Capital Reserve Fund », pour £. 5.276.817.0.0 — dépassait, d'après les cours de la Bourse au 31 décembre 1928, 7.000.000 de £. en regard d'un capital social de £. 3.050.000 et d'une dette obligataire n'atteignant pas 1 million 500.000 £.

La situation que ces chiffres reflètent est remarquablement forte ; certes les actionnaires de la Scottish American Investment Co sont privilégiés et l'on comprend combien ils se montrent peu disposés à se dessaisir de leurs titres, quelque élevés que soient les cours auxquels ils les pourraient négocier (1).

(1) L'action ord. « A » de £. 1 se traite à plus de £. 6, ce qui sur la base du dernier dividende représente un rendement à peine supérieur à 3,10 % ; c'est d'ailleurs l'un des plus bas que l'on note ; seuls les rendements de l'action ordinaire du British Assets Trust (2,67 % environ) et de celle du Second Scottish Investment Trust (3,03 % environ) lui sont inférieurs.

SCOTTISH AMERICAN

Comptes de profits et

	1916	1917	1918	1919	1920	1921
Bénéfice de l'exercice£.	251.166	255.360	260 237	253.233	284.344	281.477
<i>A déduire :</i>						
Charges financières (moins impôts)	40.054	37.110	34.137	32.257	32.201	30.806.
Frais généraux . .	9.800	9.690	10.155	11.682	11.337	12.581
Income Tax . . .	56.422	63.838	74.252	74.532	91.585	91.099
Dividendes de préférence (moins impôts)	43.478	41.997	39.940	39.200	39.200	39.200
Solde disponible pr. les act. ord. £.	101.412	102.725	101.753	95.562	110.021	107.791
Frais de transformation du cap. .	—	—	—	—	—	—
Dividende aux act. ord. (moins Impôts)	(18 %) 97.650	(18 %) 94.500	(18 %) 89.815	(18 %) 88.200	(18 %) 88.200	(18 %) 88.200
Dividende de 10 % aux act. ord. B. (moins impôts) .	—	—	—	—	—	—
Dividende des act. ord. A. (moins impôts)	—	—	—	—	—	—
	3.762	8.225	11.938	7.362	21.821	19.591
Solde précédent. .	55.099	55.757	57.455	59.393	61.530	63.869
£.	58.861	63.982	69.393	66.755	83.351	83.460
Bénéfice sur réalisations de titres (moins impôts) .	16.896	3.473	—	4.775	518	845
£.	75.757	67.455	69.393	71.530	83.869	84.305
<i>A déduire :</i>						
Sommes portées à la réserve . . .	—	—	—	—	—	—
Amortissement de la valeur comptable du portefeuille	20.000	10.000	10.000	10.000	20.000	20.000
Solde à nouveau: £.	55.757	57.455	59.393	61.530	63.869	64.305

(1) Au cours de l'exercice 1924, le capital ordinaire de la Société, qui se composait de 350.000 act. de 2 £., entièrement libérées, a subi les modifications suivantes : les 350.000 actions ordinaires de £. 2 ont été transformées en actions ordinaires B, 10% de £. 1 ; il a, en outre, été autorisé la création de 700.000 actions ordinaires A, dont 400.000 ont été immédiatement émises et remises gratuitement, entièrement libérées, aux anciens actionnaires, par prélèvement de £. 400.000 sur les réserves (les actions A sont également au nominal de £. 1).

(2) A partir de cet exercice, les profits sur réalisations sont directement appliqués au « Capital Reserve Fund » qui, au bilan, apparaît seulement comme ré-

INVESTMENT CO.

perles comparés (en £.)

1922	1923	1924	1925	1926	1927	1928
273.389	274.322	296.531 (1)	309.488	330.174	341.612	376.810
32.468	33.469	33.983	41.333	40.767	38.810	45.614
14.016	13.103	15.028	13.984	14.190	18.646	26.163 (5)
72.095	65.479	66.833	62.316	64.506	62.310	70.209
41.259	43.030	43.400	44.430	44.800	44.800	50.809
113.551	119.241	137.287	147.425	165.911	177.046	184.015
—	—	7.778	—	—	—	—
(18 %) 92.925	(18 %) 96.863	—	—	—	—	—
—	—	54.250	55.563	56.000	56.000	56.000
—	—	(15 %) 46.500	(20 %) 63.500	(20 %) 80.000 (3)	(20 %) 88.000 (4)	(20 %) 100.000 (6)
20.626	22.378	28.759	28.362	29.911	33.046	28.015
64.305	64.931	67.309	71.068	74.430	79.341	87.387
84.931	87.309	96.068	99.430	104.341	112.387	115.402
— (2)	—	—	—	—	—	—
84.931	87.309	96.068	99.430	104.341	112.387	115.402
—	10.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000
20.000	10.000	—	—	—	—	—
64.931	67.309	71.068	74.430	79.341	87.387	90.402

duction de la valeur du portefeuille.

(3) Le nombre émis des actions ordinaires A a été porté à 500.000, 100.000 nouvelles ayant été réparties gratuitement, à titre de bonus, aux anciens actionnaires.

(4) Le nombre émis des actions ordinaires A a été porté à 600.000, 100.000 nouvelles ayant été réparties gratuitement, à titre de bonus, aux anciens actionnaires.

(5) Y compris 6.000 £. pour droit de timbre fiscal.

(6) Le nombre en circulation des actions ordinaires A a été porté à 650.000 en cours d'exercice, 50.000 nouvelles ayant été émises simultanément avec 300.000 actions nouvelles de préférence.

CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE

Nous venons de passer en revue, sous leurs divers aspects, les Investment Trusts britanniques ; successivement nous avons examiné leurs origines et leur histoire, leur structure financière, leur politique de gestion, puis les résultats qu'ils ont obtenus.

Grâce aux services qu'ils ont rendus à l'épargne privée, ils ont pris profondément racine sur le marché financier anglais, dont ils constituent actuellement un élément fondamental. Certes la structure de ce marché où, d'une part, les Banques se cantonnent à dessein dans le domaine de la banque pure et répugnent aux participations et à la commandite industrielles, où, d'autre part, les Issuing Houses ne cherchent que des opérations à dénouement rapide, rendait particulièrement utile et facilitait par là même la constitution d'organismes spécialisés dans les placements à long terme. Il n'en reste pas moins vrai que grand est le mérite des Investment Trusts d'avoir su effectuer ceux-ci d'une manière qui non seulement conservât, mais accrût les capitaux qui leur étaient confiés, et somme toute la faveur qu'ils connaissent aujourd'hui n'est que la juste consécration d'efforts persévérants appliqués dans une intelligente direction.

DEUXIÈME PARTIE

LES INVESTMENT TRUSTS AUX ÉTATS-UNIS D'AMÉRIQUE

CHAPITRE PREMIER

HISTORIQUE

Section I. — La période d'avant-guerre.

Comme l'a dit un des écrivains américains les plus autorisés en la matière, M. L. R. Robinson, les Investment Trusts sont à la fois très anciens et très nouveaux aux Etats-Unis. Ils sont très anciens car, nous l'avons vu plus haut, les Trusts anglais et écossais ont investi depuis la Guerre de Sécession jusqu'au conflit de 1914 une grande partie de leurs capitaux en Amérique et contribué ainsi, dans une très large mesure, au développement progressif de l'armature économique du pays (chemins de fer, entreprises de services publics, industries les plus diverses) ; — mais ils sont aussi très nouveaux, car la création des premiers Investment Trusts américains ne remonte guère qu'aux années 1919 et 1920 ; l'on peut même dire que ce n'est que depuis 1924 qu'ils constituent un rouage important du marché financier de la Grande République.

Pourquoi donc les Investment Trusts étaient-ils

inconnus du public américain, comme intermédiaires de placement, avant 1914 ? Pourquoi cette forme de Société, si populaire en Angleterre, ne s'est-elle pas répandue plus tôt outre-Atlantique ? On en a donné plusieurs raisons.

Et d'abord on a fait valoir que la cause principale du succès des premiers Investment Trusts, dans le Royaume-Uni, avait été l'écart considérable qui existait, à l'époque de leur création, entre les taux d'intérêt anglais et ceux qui pouvaient être obtenus à l'étranger, écart qui atteignait parfois de 3 à 4 %. Or, les capitaux américains n'eurent jamais, avant guerre, à profiter de semblables occasions.

Cet argument n'est exact que si l'on ne reconnaît l'utilité des Investment Trusts que pour les placements extérieurs, ce qui est loin d'être démontré, principalement quand il s'agit d'un pays aussi vaste que les Etats-Unis où l'investissement judicieux des capitaux, sur le seul territoire national, pose déjà des questions assez difficiles pour justifier l'existence d'institutions spécialisées.

On a mis en cause, d'autre part, la mentalité de l'épargnant américain qui, par indépendance de caractère, aurait effectué longtemps le placement direct de ses ressources dans des entreprises nouvelles qui, même si elles comportaient de gros risques, n'en offraient pas moins à ses yeux un indéniable attrait, par la largeur des perspectives qui leur étaient ouvertes. Sans vouloir enlever toute valeur à cet argument d'ordre psychologique, il faut reconnaître que c'étaient surtout les nécessités du milieu qui dictaient l'emploi fait des ressources individuelles.

L'on n'a qu'à se rappeler l'œuvre gigantesque qu'il y avait à accomplir, après la guerre civile, sur ce sol immense où tout était à créer pour com-

prendre que, pendant de longues années, l'audace et la vigueur des initiatives furent plus nécessaires encore que la prudence et le discernement ; avant tout il fallait produire, construire, mettre en valeur, fertiliser, exploiter. Et, certes, ce ne fut pas sans ruines : on n'en viendrait pas à bout d'énumérer la liste des compagnies de chemins de fer acculées à la faillite, des entreprises industrielles de toutes sortes qui engloutirent, dans leur chute, de nombreuses épargnes...

Mais, malgré ces pertes, l'évolution du système économique du pays — dont l'apparition des Trusts et des Holdings marqua l'une des étapes caractéristiques — n'en continuait pas moins à progresser d'une allure rapide, offrant souvent aux sacrifices consentis par l'épargne de magnifiques compensations...

C'était donc, en fin de compte, à des buts de financement industriel plutôt que de simple placement que les capitaux privés devaient se consacrer et c'est dans ce fait qu'il convient de chercher le réel motif de l'absence de véritables Sociétés de placement aux États-Unis, avant 1914.

Il ne faudrait pas croire d'ailleurs qu'aucune institution n'ait appliqué au cours de cette période certains des principes prônés par les Investment Trusts. Il est assez curieux d'abord de noter que dès 1889 exista sous le nom de « New-York Stock Trust » une association de capitaux dont l'analogie avec un Investment Trust est assez frappante.

Aux termes du prospectus d'émission (1) :

Le New-York Stock Trust se propose d'obtenir la sécurité... en devenant intéressé dans un grand nombre d'actions et d'obligations de premier ordre représentant des industries et des biens immeubles répartis sur tout le territoire, de sorte que le Trust ait en quelque sorte comme garantie l'activité

(1) Cité par L. R. Robinson.

économique tout entière du pays... Le Trust tire ses revenus d'abord des dividendes fournis par ces diverses valeurs, puis des variations des cours respectifs de chaque valeur, qui sont dûment mises à profit.

Il est en outre déclaré dans le memorandum que la participation dans aucune valeur, quelle qu'elle soit, ne devra pas, sous la responsabilité des Trustees, dépasser 1/10^e du montant total des certificats du Trust en circulation... Les bénéfices semestriels obtenus par le Trust sont affectés de la manière suivante : 1^o au paiement de toutes les dépenses effectuées pendant les six mois précédents ; 2^o au paiement d'un dividende de 6 % l'an sur le nominal des certificats en circulation ; 3^o au paiement d'une indemnité à M. Roderick H. Smith, l'auteur du plan d'opérations ci-dessus mentionné ; 4^o au paiement d'un superdividende ; 5^o à la constitution d'un fonds de réserve.

Les porteurs des certificats avaient un droit de vote. Le prospectus concluait :

Ces trusts (faisant allusion à certains Investment Trusts mentionnés plus haut), bien qu'ils se proposent, d'après leurs circulaires, de faire des affaires principalement en Amérique, sont organisés d'après la loi anglaise... Le New-York Stock Trust est le premier Investment Trust américain qui ait été organisé et se déclare soumis à la législation américaine.

Devancier également des Investment Trusts est l'Alexander Fund créé en 1907, dans l'Etat de Pensylvanie, comme association non incorporée ; ses opérations peuvent être résumées de la manière suivante :

Deux fois par an, le « Fund » émet, au pair de \$ 100, des certificats de participation productifs d'un intérêt minimum de 6 %, en séries désignées alphabétiquement. Les fonds recueillis sont immédiatement placés, que les cours en Bourse soient en hausse ou en baisse ; d'après une déclaration faite par la direction de l'Alexander Fund, la raison principale de ces émissions périodiques est d'inciter les épargnants à placer leur argent dans toutes les si-

tuations du marché. Le capitaliste moyen n'investit que lorsque l'ambiance est favorable et les prix élevés, et par conséquent, ne retire de son argent qu'un minimum ; le capitaliste avisé, au contraire, achète à toute époque, même lorsque les circonstances paraissent fâcheuses. La souscription à chaque nouvelle série procure, sur plusieurs années, une bonne moyenne de placement, puisque les fonds sont placés quelle que soit l'allure du marché.

Notons, d'autre part, que les séries de certificats n'ont pas d'échéance fixe, chaque participant pouvant retirer ses fonds à n'importe quelle époque, sur présentation de son reçu ; il touche alors l'équivalent de la valeur liquidative de son « unité », au jour du retrait, plus une quote-part du fonds de réserve propre à chaque série.

C'est le fondateur, M. Alexander, qui dirige les opérations du Fund, moyennant une faible commission sur les bénéfices réalisés ; il est contrôlé par un Conseil de cinq censeurs, choisis parmi les participants... Les valeurs acquises — en majorité cotées sur de grands marchés — comprennent presque toutes les catégories d'entreprises : banques, Trust Companies et autres établissements financiers, grands magasins, industrie chimique, pétrole, cuivre, ciment, métallurgie, chemins de fer, tabac, produits alimentaires, caoutchouc, sucre, laine, fonds d'Etat. Le maximum qui puisse être investi dans une seule valeur est 3 % du « Fund ».

L'Alexander Fund — qui est toujours en pleine activité — peut, à juste titre, être considéré comme un précurseur des Investment Trusts, aux Etats-Unis. Mais son exemple n'avait pas été suivi avant guerre et il faut attendre la période qui a suivi l'armistice pour voir naître et se développer les premiers Trusts de placement sur le sol américain.

Section II. — La guerre et l'après-guerre.

Les Etats-Unis étaient encore en 1914 le plus

grand pays débiteur du monde, et en particulier vis-à-vis de l'Europe.

En bouleversant l'équilibre économique du continent européen, le conflit de 1914 vint renverser complètement la situation.

La production normale du temps de paix cessa presque entièrement chez tous les belligérants qui, uniquement tendus vers des buts guerriers, firent un appel pressant aux Etats-Unis pour que ceux-ci leur fournissent les matières premières et les produits manufacturés qu'ils étaient désormais incapables d'élaborer eux-mêmes.

Ce fut la chance de l'Amérique d'être, juste à ce moment, arrivée à ce point de son évolution industrielle qui lui permettait de se montrer à la hauteur de la tâche qui s'imposait à elle, et d'être à même de jouer un rôle essentiel dans le ravitaillement des belligérants, conquérant ainsi, sur le marché mondial, une place que, sans cette occasion, elle n'eût peut-être occupée que des dizaines d'années plus tard.

Comment s'effectua le règlement des achats européens en Amérique pendant la guerre ? On peut l'estimer de la manière suivante :

1 ^o Exportations d'or aux Etats-Unis. . .	\$ 1.029.000.000
2 ^o Valeurs américaines cédées aux Etats-Unis par des étrangers.	\$ 2.000.000.000
3 ^o Valeurs étrangères (chemins de fer, valeurs industrielles, emprunts municipaux, etc.) vendues à des Américains . .	\$ 1.520.000.000
4 ^o Prêts du gouvernement américain aux puissances alliées et associées (1) . . .	\$ 7.319.500.000

En peu de temps, les Américains avaient donc pu rembourser une fraction importante de leurs dettes extérieures et, en outre, se constituer un portefeuille confortable de valeurs étrangères.

(1) D'après *Foreign Expansion of American Banks*, par Clyde William Phelps.

Mais avec l'opulence nouvelle, des préoccupations également nouvelles naissaient. Comment gérer ces avoirs extérieurs ? Comment négocier avec ces débiteurs qui jusqu'ici avaient été vos créanciers ? Comment, en un mot, s'adapter à un état de choses profitable, certes, mais qui n'avait pas laissé que de surprendre ? Une nécessité s'imposait de trouver un moyen d'absorber le surplus des créances sur l'Europe que celle-ci ne pouvait régler en numéraire et dont, bon gré, mal gré, il fallait accepter le paiement partiel en valeurs.

Ce fut la tâche du Gouvernement et de la finance américaine de faire à ce point de vue l'éducation de tout un peuple : ce qui la facilita, d'ailleurs, dans une mesure appréciable, ce fut l'évolution de la mentalité publique en matière de placements. Comme le dit M. Siegfried dans *Les États-Unis d'aujourd'hui*, en dépit d'une tradition dépensière bien établie, la prospérité généralisée a fini par provoquer la naissance d'une classe vraiment étendue d'épargnants ; l'assurance sur la vie, la maison à construire, l'automobile ont été insuffisants pour absorber toutes les disponibilités et comme la propagande intense des Liberty Bonds pendant la guerre avait enseigné le chemin des valeurs mobilières à beaucoup de gens qui ne le connaissaient pas, le nombre des acheteurs s'en est fortement accru. Cette clientèle ne se compose pas en majorité de gens riches, mais de moyens et de petits commerçants, d'ouvriers bien payés... Ainsi s'est formée une démocratie de modestes capitalistes dans laquelle on croit revoir notre petite épargne française d'avant-guerre...

Ce sont justement ces modestes capitalistes qu'il s'agit de diriger vers les placements extérieurs ; on ne peut s'étonner dans ces conditions que les premières Sociétés de placement qui aient vu le jour sur le marché américain aient été créées en vue de gérer un portefeuille de valeurs étrangères ; nous les appelons les pseudo Investment Trusts, car s'ils présentent quelques caractères communs

avec les Trusts britanniques, ils n'appliquent pas leurs principes essentiels : division des risques, refus du contrôle d'entreprises, etc... Dans son ouvrage *Investment Trust Organisation and Management*, M. L. R. Robinson les traite de Financing Investment Trusts, indiquant par là les buts de financement qu'ils recherchaient de préférence à des buts de simple placement. Parmi les principaux « pseudo Investment Trusts », on peut citer :

I. — *L'American International Corporation.*

Cette Société fut créée en 1915, au capital de \$ 50.000.000 sous la législation de l'Etat de New-York, par la National City Bank. Ses statuts lui conféraient les pouvoirs les plus divers, tant en ce qui concernait le commerce des valeurs métropolitaines ou étrangères que l'exploitation des ressources naturelles et le développement du commerce extérieur. Ne lui étaient interdites que les opérations de banque, d'assurance et le domaine des chemins de fer.

Elle devait en outre servir de représentant officiel des Etats-Unis à l'étranger et prendre avantage des possibilités offertes par la guerre européenne.

En fait elle se constitua un portefeuille important de valeurs américaines et prit des intérêts dans de nombreuses entreprises industrielles et commerciales étrangères. Ses opérations, pendant les premières années, lui permirent de distribuer d'honnêtes dividendes.

Malheureusement, la baisse profonde qui affecta le marché des valeurs en 1920 et 1921 lui occasionna, ainsi qu'à ses filiales, de lourdes pertes ; elle dut liquider une grande partie de son portefeuille et procéder en 1924 à une réorganisation financière.

II. — *La Foreign Trade Financing Corporation.*

A la suite du vote en 1919 de l'Edge Act — que nous étudierons plus loin — une tentative fut ébauchée, avec le concours de nombreux banquiers, pour lancer sous le nom de Foreign Trade Financing Corporation une société au capital de 100.000.000 de \$ dont l'objet devait être de contribuer au financement des exportations américaines, que l'on croyait encore devoir se développer au même rythme que pendant la guerre ; recherchant à l'extérieur des débouchés intéressants, émettant des obligations qui, garanties par du papier commercial de premier ordre, auraient trouvé facilement preneur sur le marché, la Société se serait, dans une appréciable mesure, et avec avantage, substituée aux banquiers américains peu outillés pour ces services.

Le projet, bien qu'établi sur des bases saines, ne put aboutir, en partie à cause de la crise économique de 1920 et 1921, et fut abandonné au début de 1922.

III. — *American Foreign Securities Company.*

Cette Société fut constituée en 1916 sous la législation du Delaware en vue du financement d'un prêt de 100.000.000 de \$ consenti par un groupe de banquiers américains au Gouvernement français ; les titres remis en garantie par celui-ci furent déposés chez un trustee comme couverture des obligations collatérales 5 % émises par l'American Foreign Securities Co ; ces obligations furent retirées de la circulation lors du remboursement de l'emprunt.

IV. — *Foreign Bond and Share Corporation.*

Cette Société fut constituée en 1919 par un groupe important de banques commerciales et de placement américaines pour financer des entreprises publiques ou privées dans l'Amérique du Sud, l'Extrême-Orient et l'Europe. Aux termes du prospectus, l'objet de la Société consistait à : étudier des propositions d'investissement de toute nature et dans chaque partie du monde, financer telles entreprises, privées ou publiques, qui paraîtront saines ; vendre aux capitalistes américains soit les valeurs étrangères ainsi acquises, soit les obligations de la Société elle-même ; et, par ce moyen, tout en obtenant pour les capitalistes américains le bénéfice de taux d'intérêt élevés dans les pays étrangers, et une sécurité satisfaisante, contribuer à maintenir et à développer le commerce d'exportation des États-Unis.

Les participations prises par la Foreign Bond and Share Corporation furent plutôt celles d'une Société de financement que celles d'un Investment Trust. Les conditions économiques qui prévalurent après 1920 la forcèrent d'ailleurs à une liquidation prématurée et depuis plusieurs années déjà, elle a cessé toute activité.

V. — *L'Overseas Securities Corporation.*

Cette Société constituée en février 1920 au capital de \$ 2.000.000, en 2.000 actions ordinaires de \$ 1.000 et 5.100 actions de fondateur sans valeur nominale, a été considérée comme le « premier Investment Trust américain ». Certes le nominal élevé de ses actions ne les rendait pas facilement accessibles à l'épargnant moyen pour qui, en somme, l'Investment Trust a été créé et mis au monde ; toutefois, il est certain que la fondation de l'Over-

seas Securities Corporation a fait faire un pas en avant sensible à l'idée d'Investment Trust aux Etats-Unis.

La plus grande partie de son capital était placée en valeurs étrangères, et à certaines époques, le nombre de ses participations s'est élevé à plus de 100, réparties dans quinze pays différents. Bien que ses statuts aient prévu que ses opérations pouvaient s'étendre au financement d'entreprises étrangères, elle paraît avoir exercé une activité plus voisine de celle d'un véritable Investment Trust qu'à celle d'une société de financement. Elle fut dissoute en 1923 pour des raisons qui n'avaient rien à voir avec la marche de ses affaires ; celles-ci avaient été prospères : ses actionnaires reçurent, en effet, en plus de la valeur nominale de leurs titres, un dividende supplémentaire mi-partie en espèces et mi-partie en actions d'une Société nouvelle constituée pour absorber les participations dont la réalisation avait paru, à l'époque, moins opportune.

Nous venons de passer en revue les principaux pseudo Investment Trusts d'après-guerre. Le fait que tous portent dans leur raison sociale soit le mot « Foreign » (étranger), soit le mot « Overseas » (d'outre-mer), soit encore le mot « international », est assez significatif des buts de financement à l'extérieur qu'ils recherchaient spécialement.

Il n'en est pas moins vrai qu'ils ont contribué à familiariser l'épargnant américain avec certaines notions qui lui ont permis d'accueillir plus tard, avec faveur, les véritables Investment Trusts. C'est pourquoi ils doivent figurer dans l'historique des Sociétés de placement en Amérique.

Les premières années qui suivirent la crise économique de 1920-1921 ne furent pas marquées par le développement des Sociétés de placement, aux

Etats-Unis, et Sturgis écrivant à la fin de 1923 son ouvrage *Investment, a New Profession*, pouvait dire, à bon droit, dans le chapitre qu'il consacrait aux Investment Trusts britanniques : « Il n'a été fait jusqu'ici que peu d'usage des Investment Trusts aux Etats-Unis... »

Ce n'est pas à dire qu'aucun Investment Trust n'ait été créé pendant cette période dont datent l'International Securities Trust of America (1921) — à qui a succédé l'International Securities Corporation, aujourd'hui l'une des plus importantes Sociétés de placement des Etats-Unis — l'Eastern Bankers Corporation (1922) et le Bond Investment Trust (janvier 1923).

Mais, dans l'ensemble, en partie à cause de l'état stagnant des affaires, en partie à cause du malaise politique et financier qui régnait en Europe, on peut dire que ce furent là des années d'attente et de recueillement ; mais l'idée n'en faisait pas moins son chemin dans certains esprits et n'attendait que des circonstances favorables pour éclore. Ces circonstances se présentèrent au début de 1924 sous la forme du plan Dawes qui venait apporter une solution acceptable à des problèmes jusqu'alors en suspens, et du même coup, amener une détente bienfaisante dans les relations internationales.

L'atmosphère était désormais propice à la reprise de grands projets et les financiers américains ne tardèrent pas à exploiter le terrain. Dès 1924 se constituent, sous l'égide de groupes de premier ordre, de nouvelles et importantes Sociétés de financement à l'étranger. Ce sont l'United States and Foreign Securities Corporation et l'American and Continental Corporation patronnées par Dillon, Read and Co, et Kuhn Loeb and Co ; en 1925, sont créées l'American Belgian Financial Corporation, sous les auspices de Lee, Higginson and Co, de

White, Weld and Co, et en Europe, de la Mutuelle Mobilière et Immobilière (groupe Solvay), puis la Swedish American Investment Corporation ; en 1926, c'est le tour de la German Credit and Investment Corporation.

Parallèlement à ces groupements dont le but de financement est le principal, de véritables Investment Trusts commencent à voir le jour ; l'objet qu'ils poursuivent — et en vue duquel ils font appel à l'épargne — est assez différent : il ne s'agit plus tant de gérer un portefeuille composé de titres étrangers que de faire une sélection entre les valeurs que les divers marchés américains offrent au public et dont le nombre est tel que le capitaliste moyen est absolument incapable de faire entre elles un choix judicieux. C'est à lui que s'adressent les nouvelles Sociétés, en lui tenant à peu près ce langage : « Il vous est impossible, du fait de vos occupations, de gérer vous-même votre portefeuille ; à supposer même que vous ayez le temps et la volonté de le faire, vous ne possédez pas les connaissances nécessaires ; confiez-nous donc votre capital, nous le placerons au mieux de vos intérêts et vous en obtiendrez, à sécurité égale, un bien meilleur rendement... »

Mais l'épargnant américain est maintenant de nature assez méfiante : éduqué par les mécomptes qu'il a souvent éprouvés dans la souscription à des titres douteux, il désire des garanties... La finance va s'ingénier à lui en fournir et c'est ce qui explique la constitution de Sociétés de placement sur des bases inconnues en Angleterre, c'est-à-dire fondées sur la fixité du portefeuille et l'interdiction pour les dirigeants d'y apporter aucun changement, sauf dans des cas bien déterminés...

Ces modalités nouvelles n'empêcheront pas le recours aux anciennes formules britanniques...

On assiste donc à partir de 1926 à une efflorescence prodigieuse de Sociétés de placement ; tous les genres y sont représentés, depuis celui qui donne les pouvoirs les plus discrétionnaires au conseil d'administration jusqu'à celui qui n'admet aucune modification aux valeurs primitivement acquises, et en passant par toutes les espèces intermédiaires...

Cet engouement d'une exubérance tout américaine ne va pas sans inquiéter les autorités ; dans beaucoup d'États, comme nous le verrons plus loin en détail, l'on enquête sur les Investment Trusts, l'on se préoccupe de trouver une législation qui leur soit applicable et qui, tout en n'entravant pas les affaires des Sociétés honnêtes, soit cependant un rempart contre les fraudes possibles. Jusqu'à ce jour aucune mesure générale ne semble avoir été prise et l'on en est encore, dans la majorité des États, à l'expectative.

Ces hésitations n'entravent d'ailleurs nullement le développement des Investment Trusts qui, tous les jours, rencontrent davantage la faveur de l'épargne et prennent une place plus importante sur les marchés financiers américains.

CHAPITRE II

FORMES JURIDIQUES DES INVESTMENT TRUSTS AUX ÉTATS-UNIS D'AMÉRIQUE

Section I. — « Corporations » et « Common law Trusts ».

Lorsque nous avons étudié les Investment Trusts en Angleterre, nous ne nous sommes trouvé en présence que d'une seule modalité juridique, celle de Company Limited, régie par la loi anglaise sur les Sociétés par actions. Aucune difficulté particulière n'apparaissait à ce sujet. Il n'en va pas de même lorsque l'on examine les formes légales que revêtent les Investment Trusts en Amérique. Chacun des Etats-Unis possède en effet une législation particulière édictant : 1^o les règles générales qui président à la constitution, sur son territoire, des Sociétés de capitaux (Corporations) et principalement des Sociétés de capitaux à but lucratif (Business corporations) ; 2^o les règles spéciales qui s'appliquent aux Sociétés dans certaines branches de l'activité économique, la banque par exemple qui donne lieu à des prescriptions plus rigoureuses, les assurances, l'exploitation des chemins de fer, etc...

C'est à l'ensemble de ces règles que les entreprises doivent se conformer pour obtenir l'autorisation préalable nécessaire à l'exercice de leur activité comme Société, cette autorisation prenant généralement la forme d'une charte dite « charter of incorporation » que l'administration compétente

accorde après s'être assurée que les dispositions légales ont été observées...

Il arrive, d'autre part, que des lois fédérales, se superposant alors aux législations des divers Etats, prévoient, dans un but d'intérêt général, la création de Sociétés auxquelles des chartes fédérales (« national charters of incorporation ») sont accordées, et qui jouissent de certains privilèges (faculté d'exercer leur activité dans plusieurs Etats, régime fiscal spécial, etc...)

Ce n'est pas tout ; beaucoup d'affaires sont menées en Amérique, dans chaque Etat, sous la forme de Trusts de droit coutumier (Common law Trusts) non incorporés.

Nous avons examiné, plus haut, la nature juridique du « Trust » anglo-saxon. Les Etats-Unis en ont fait, en affaires, de nombreuses et célèbres applications ; c'est, en effet, par le dépôt, en trust, aux caisses d'un ou plusieurs Trustees, des actions de diverses Sociétés, que furent réalisées les premières combinaisons destinées à supprimer la concurrence et à établir des monopoles dans certaines industries, notamment les industries pétrolière et sucrière, puis la métallurgie. La lutte des pouvoirs publics contre ces organisations est entrée dans le domaine de l'histoire et l'on sait comment divers textes législatifs, notamment le Sherman Act (1890), puis le Clayton Act (1914), les interdirent, sans d'ailleurs arriver à les éliminer...

Ce qu'il nous suffit de constater ici, c'est que diverses décisions judiciaires qui affectent les Trusts font nettement ressortir « qu'une combinaison n'est pas illégale en elle-même par le fait de sa propre existence, mais uniquement si son but est la restriction de la concurrence » (1).

(1) Teilhac, *L'évolution juridique des Trusts*.

Cela explique que, malgré la législation restrictive, la forme juridique de Trust a pu être employée effectivement en Amérique dans des domaines très divers de l'activité économique, sans donner lieu à aucune poursuite, et sous la désignation générale de « Business Trust ».

Ceux-ci sont courants dans certains Etats comme New-York, Oklahoma et surtout Massachusetts qui leur a donné un statut assez précis et où, selon certains auteurs, ils auraient été principalement utilisés, à l'origine, par des fondateurs d'affaires immobilières désireux d'échapper d'une part aux impôts sur les corporations qui frappaient lourdement ce genre d'entreprises, d'autre part aux investigations tracassières des autorités.

COMPARAISON DES CORPORATIONS ET DES BUSINESS TRUSTS.

I. — *Constitution.*

Au lieu d'une charte d'incorporation, un simple acte dénommé « Declaration of Trust » définit les droits respectifs des participants ou bénéficiaires (1) et des Trustees, ceux-ci jouant le rôle des administrateurs (Directors) dans les corporations, alors que ceux-là peuvent être assimilés aux actionnaires.

II. — *Pouvoirs des Trustees.*

L'acte de Trust spécifie si les bénéficiaires du Trust éliront annuellement les Trustees, ou s'ils se contenteront de pourvoir aux vacances survenues

(1) Appelés aussi « cestui que trustent ».

parmi les Trustees primitivement nommés pour la durée du Trust, ou s'ils abandonneront pratiquement tout le contrôle du Trust entre les mains des Trustees ; les rapports entre participants et Trustees peuvent donc, selon les cas, se rapprocher plus ou moins de ceux d'actionnaires à administrateurs ; mais, dans tous les cas, les Trustees sont légalement tenus de gérer les affaires du Trust d'après les règles du droit commun des contrats et conformément aux stipulations de l'acte de Trust, pour l'élaboration duquel la plus grande latitude est d'ailleurs laissée aux parties.

III. — *Nature et négociabilité des titres. Responsabilités des bénéficiaires et des Trustees.*

L'intérêt des bénéficiaires dans le Trust est matérialisé par des certificats de participation qui présentent les caractéristiques générales des actions émises par les Corporations. Comme elles, ils existent sous des formes diverses (Preferred ou Common), comportent un droit de vote, sont négociables et cessibles par transfert sur les registres des Trustees, participent aux bénéfices ; la responsabilité des bénéficiaires, d'autre part, est, comme celle des actionnaires, limitée au montant de leur mise et les actes de Trust ont bien soin de préciser que le Trust n'est pas une association en nom collectif (*a trust and not a partnership is hereby created*) et que, par suite, la responsabilité indéfinie des associés ne leur est pas applicable.

En ce qui concerne les Trustees, qui agissent dans la conduite des affaires du Trust comme propriétaires, ils sont en principe personnellement responsables mais peuvent, en fait, limiter leur responsabilité dans l'acte de Trust, de sorte que, pratique-

ment et hormis le cas de fraude, le droit des créanciers est limité à l'actif du Trust lui-même.

IV. — *Faculté d'emprunt.*

Comme les Corporations et sous réserve, naturellement, de stipulations contraires dans l'acte de constitution, les Trusts peuvent émettre des titres obligataires, à plus ou moins long terme.

V. — *Durée d'existence.*

Alors que les Corporations ont une durée illimitée, les Common law Trusts sont généralement créés pour une période de temps déterminée, qui varie d'ailleurs suivant les législations particulières des Etats sur ce point.

Les formes juridiques que peuvent revêtir en Amérique les associations de capitaux, quoique variées dans le détail puisque chaque Etat légifère librement, se rattachent donc toutes à trois grandes divisions : 1^o incorporation fédérale ; 2^o incorporation d'Etat particulier ; 3^o Trust de droit coutumier. Les Investment Trusts les ayant toutes utilisées, nous nous proposons de passer brièvement en revue : 1^o le régime des Investment Trusts sous une incorporation fédérale ; 2^o le régime des Investment Trusts sous une incorporation d'Etat particulier ; 3^o le régime des Investment Trusts sous une déclaration de Trust.

Section II. — Régime des Investment Trusts sous une incorporation fédérale.

C'est la loi fédérale dénommée Edge Act passée le 24 décembre 1919 comme amendement à la

section 25 — A — du Federal Reserve Act qui constitue le texte organique réglementant l'incorporation, sous une charte fédérale, de Sociétés destinées principalement, dans la pensée du législateur, à faciliter le financement des exportations américaines et la gestion des avoirs de plus en plus importants possédés par les Américains à l'étranger.

L'Edge Act prévoit que des « Corporations » peuvent être constituées en vue de s'engager dans des opérations bancaires et financières à l'extérieur, soit directement, soit indirectement par l'intermédiaire de Sociétés locales étrangères dont elles seront propriétaires ou dont elles auront le contrôle.

Le capital de ces « Corporations » ne doit pas être inférieur à 2 millions de dollars.

Elles peuvent se livrer : 1^o à des affaires de financement à long terme : a) par l'acquisition — sous réserve de l'autorisation du Federal Reserve Board — de titres de Sociétés étrangères, n'exerçant pas d'activité aux Etats-Unis, et à la condition que leur participation dans une seule Société ne dépasse pas 15 % de leur capital et réserves réunis si la dite Société est une Société de banque, ou 10 % seulement s'il s'agit d'une Société faisant un autre commerce que celui de Banque — b) par le placement et la mise en vente sur le marché intérieur — sous réserve également de l'autorisation du Federal Reserve Board — de valeurs étrangères ;

2^o à des affaires de financement à court terme, par le commerce des acceptations de banque en liaison avec l'exportation ou l'importation de marchandises.

En vue d'accroître leurs moyens d'action, elles peuvent émettre, avec l'autorisation du Federal Reserve Board, des bons, obligations, ou autres reconnaissances de dettes à plus ou moins long

terme, avec cette réserve que le montant total de leurs engagements par suite de telles émissions ou d'acceptations consenties ne doit, en aucun cas, être supérieur à 10 fois leurs capital et réserves réunis.

En outre, sauf autorisation expresse du Federal Reserve Board, elles ne peuvent exercer leur faculté d'accepter des effets de commerce, si elles ont en circulation des bons, ou autres titres obligataires...

Telles sont les principales caractéristiques des Corporations prévues par l'Edge Act. On voit qu'en réalité, deux catégories bien distinctes de Sociétés pouvaient être constituées, sous cette législation, les unes s'occupant de financement à long terme, les autres de financement à court terme, sans d'ailleurs qu'aucune Société pût être tentée de s'engager à la fois dans les deux domaines, la faculté d'émettre des obligations étant exclusive de celle de faire de l'acceptation.

Les résultats pratiques de l'Edge Act ne furent pas ceux qu'on pouvait attendre : alors qu'il eût semblé naturel que de nombreux et importants groupes demandassent à bénéficier de la charte fédérale d'incorporation en vue d'opérations financières de grande envergure à l'étranger, il se trouva que très peu de Sociétés entrèrent dans la voie qui leur était ouverte. Les premières furent la First Federal Foreign Banking Corporation of New-York et la Federal International Banking Company of New-Orleans qui choisirent toutes deux la branche Acceptations ; leur existence fut éphémère : en 1926, elles avaient déjà disparu. Nous avons également vu plus haut la tentative infructueuse faite pour lancer la Foreign Trade Financing Corporation. Au début de 1926, par contre, fut constitué le First Federal Foreign Investment Trust dont l'objet était le financement à long terme

de collectivités et d'entreprises privées étrangères. Il se réclamait nettement des Investment Trusts britanniques comme en témoignent les extraits suivants de son prospectus d'émission :

Pendant des dizaines d'années, les célèbres Investment Trusts anglais et écossais ont constitué de puissants intermédiaires pour le placement des valeurs émises en Grande-Bretagne, favorisant ainsi largement le commerce extérieur britannique. Avec la signature du traité de Locarno, le temps semble être venu pour l'Amérique de suivre l'exemple anglais, et de profiter des possibilités exceptionnelles de bénéfices résultant des conditions économiques actuelles à l'étranger, en participant activement au financement d'emprunts de municipalités, de banques hypothécaires, d'entreprises de services publics et de sociétés industrielles, tant en Europe qu'en Amérique latine.

Grâce à ses relations avec les établissements les plus marquants d'Europe et d'Amérique latine, le First Federal Foreign Investment Trust sera dans une situation favorable pour prendre part aux affaires les plus saines et les plus fructueuses, assurant par là à ses actionnaires des dividendes substantiels et progressifs.

L'activité du First Federal Foreign Investment Trust évolua assez rapidement ; limité au début dans les placements extérieurs, il ne tarda pas à élargir sa zone d'action en ouvrant des crédits aux acheteurs étrangers de marchandises américaines, principalement dans l'Amérique du Sud, mais également en Australie, en Autriche, en Egypte, en Grèce, en Italie, en Espagne, au Portugal et en Suisse ; ces nouvelles opérations se substituèrent peu à peu aux anciennes, si bien qu'en janvier 1929 sa raison sociale fut transformée en celle de First Federal Foreign Banking Corporation, plus conforme à son commerce actuel.

En dehors des Sociétés que nous venons d'examiner, aucune autre, à notre connaissance, n'a été incorporée sous la législation de l'Edge Act. On ne peut que conclure, dans ces conditions, à l'échec

de la loi. A quelles causes faut-il l'attribuer ? Comme cause générale, il y eut, incontestablement, la crise économique de 1920-1921 qui survint quelques mois après le vote de l'Act et dont le contre-coup se fit sentir sur le commerce extérieur américain pendant plusieurs années ; le montant global des importations et exportations réunies tomba en effet de 13.506.498.000 dollars en 1920 à 6 milliards 994.179.000 dollars en 1921 et il faut attendre jusqu'en 1925 pour le voir regagner 9 milliards de dollars, chiffre aux environs duquel il évolue depuis... Il n'est donc pas surprenant que les initiatives privées se soient dérobées au cours de cette période de dépression... Mais, à côté de cette cause externe, en quelque sorte, il faut tenir compte des causes internes dues aux dispositions mêmes de la loi ; beaucoup de celles-ci prêtaient, en vérité, le flanc à la critique, ou du moins s'adaptaient mal à l'exercice normal de l'activité de véritables Investment Trusts ; et d'abord, il fallait un capital initial relativement élevé (2 millions de dollars) ; or, la politique à suivre par les Investment Trusts est plutôt de ne débiter qu'avec un capital modeste et de ne l'augmenter qu'au fur et à mesure des occasions favorables de placement qui peuvent se présenter, lorsqu'ils ont déjà assuré aux fonds recueillis à l'origine une rémunération substantielle et gagné ainsi la confiance du public ; l'Edge Act n'autorisait, en outre, que les participations dans des Sociétés ayant leur siège principal d'activité hors des Etats-Unis et son intention secrète paraissait être d'encourager la prise du contrôle d'entreprises étrangères, devant former autant de points d'appui pour la pénétration du capital américain ; là encore ce sont des conceptions opposées à celles des Investment Trusts qui refusent les intérêts prépondérants et ne dédaignent que rare-

ment de placer une partie importante de leurs ressources à l'intérieur de leur pays d'origine, où ils sont le mieux placés pour juger, en connaissance de cause, la situation réelle des grandes affaires industrielles et commerciales. La loi fédérale soumettait, enfin, les Sociétés qu'elle créait à un régime de tutelle assez sévère ; autorisations préalables exigées, interdictions diverses formulées, constituaient autant d'entraves peu compatibles avec la liberté de décision et d'exécution nécessaire aux dirigeants des Investment Trusts...

Pour toutes ces raisons, il est compréhensible que, malgré le prestige incontestable qui s'attache toujours à une incorporation sous charte nationale, (qui seule autorise à employer dans la raison sociale le mot « Federal »), la finance américaine se soit montrée peu émue d'utiliser la forme juridique qu'on lui proposait, et qu'elle ait préféré, comme nous allons le voir, l'incorporation moins honorifique mais certes plus libérale des Etats particuliers.

Section III. — Régime des Investment Trusts sous une incorporation d'Etat particulier.

Les lois qui régissent, dans les divers Etats américains, les « Business Corporations » sont en général assez larges pour permettre l'exercice normal de l'activité des Investment Trusts ; aussi n'est-il pas étonnant de constater que la majorité de ceux-ci sont incorporés sous la législation des Etats particuliers ; tous les Etats n'ont d'ailleurs pas la même « cote », si l'on peut dire, et certains sont préférés à d'autres, par suite du caractère plus libéral de leurs lois commerciales. C'est ainsi que New-York, Massachusetts, Delaware,

New-Jersey, Maryland, San Francisco ont la faveur des promoteurs d'Investment Trusts, alors que par exemple Ohio et Utah sont tenus en suspicion, par suite des mesures restrictives qu'ils ont édictées.

Nous avons vu plus haut que souvent des dispositions législatives spéciales concernaient les Sociétés de banque : ce sont les Banking Laws. La Banking Law de New-York, entre autres, prévoit l'incorporation sous un statut spécial des associations de personnes ou de capitaux se livrant au commerce de banque et notamment des Individual Bankers, Savings Banks, Investment Companys, Safe Deposit Companys, Personal Loan Companys, Savings and Loan Associations, etc... ; un fonctionnaire nommé « Superintendent of banks » est chargé d'accorder, après enquête, l'incorporation, puis de suivre l'activité des Sociétés qui l'ont obtenue et qui, dès lors, sont tenues de lui faire parvenir leurs rapports annuels et de se plier aux investigations qu'il juge bon de faire.

Pour ces raisons, le fait pour une Société d'être incorporée sous la « Banking Law » lui attire la confiance du public à qui certaines garanties sont offertes ; c'est pourquoi on a cherché à faire entrer les Investment Trusts dans le cadre des lois bancaires et une enquête approfondie menée en 1927 par l'attorney général de l'Etat de New-York concluait à la révision dans ce sens de la Banking Law. Nous verrons plus loin pourquoi le projet ne fut pas mis à exécution.

Section IV. — Régime des Investment Trusts sous une déclaration de Trust.

Beaucoup d'affaires sont menées, nous l'avons vu, en Amérique, comme « trusts de droit coutumier »,

(Common law Trusts) non incorporés. Cette modalité juridique a été fréquemment employée par les fondateurs d'Investment Trusts, et principalement pendant les premières années d'après-guerre ; c'est sous forme de « Massachusetts Common law Trust » que furent constitués en 1921 l'International Securities Trust of America et l'American Founders Trust, qui ont été considérés comme les premiers véritables Investment Trusts américains et dont le groupe est aujourd'hui l'un des plus importants dans cette branche de l'activité financière.

Une tendance se dessine cependant depuis quelque temps à abandonner la forme de Trust pour celle de Société incorporée ; les deux entreprises précitées, notamment, se sont, l'une après l'autre, transformées en corporations, la première dans l'Etat de New-Jersey, la seconde dans celui de Maryland.

Cela est dû, en grande partie, à ce que le public est mieux familiarisé avec la forme incorporée — qui est, somme toute, la forme normale — qu'avec la forme de Trust ; les Corporations constituent, en effet, la majorité des valeurs inscrites aux divers Stock Exchanges : ce sont elles dont le fonctionnement est le plus connu et qui donnent, à leurs affaires, la plus grande publicité...

Dès lors donc qu'une entreprise veut faire un large appel à l'épargne, elle a intérêt à devenir une Corporation ; si au contraire, elle entend limiter son activité à un petit groupe de capitalistes, la forme de Trust lui offrira certains avantages... ; régie, en effet, par le droit commun, elle ne sera pas assujettie aux formalités que doivent accomplir les Corporations soit pour leur constitution, soit au cours de leur existence, soit lors de leur liquidation ou dissolution ; elle ne sera pas tenue de publier ses rapports ni de demander d'autorisation

pour exercer son activité dans les divers Etats... Il ne faudrait pas cependant s'imaginer que la liberté d'action des Trusts soit complète et que les autorités abandonnent toute surveillance à leur égard. Comme les Corporations, ils sont soumis au régime des « Blue Sky » Laws, c'est-à-dire des lois qui, dans la plupart des Etats, subordonnent la mise en vente des valeurs mobilières sur leur territoire à l'obtention d'une autorisation préalable par l'administration compétente, en l'espèce la State Securities Commission (Commission des valeurs de l'Etat).

Un autre ordre de considérations peut encore guider le choix des promoteurs d'Investment Trusts. Ce sont les considérations fiscales : sans parler des impôts locaux, dont la diversité est trop grande pour que l'on puisse formuler à leur égard d'observations d'ensemble, l'income-tax fédéral frappe différemment les « associations » et les « trusts ». Les premières sont soumises à la taxe sur les corporations (1), tandis que les seconds payent l'income-tax normal sur les personnes physiques (2) ainsi que la surtax (3). Mais les Business Trusts ne sont que rarement appelés à bénéficier du régime spécial des personnes physiques. Le fisc américain s'en tient, en effet, pour déterminer si une organisation quelconque constitue une « association » ou un « trust », à des considérations d'ordre économique plutôt que juridique ; jusqu'en 1924, il adoptait comme base de discrimination le degré

(1) 12 % sur le revenu net d'après le Revenu Act de 1928.

(2) D'après le Revenu Act de 1928, 1 ½ % sur les 4.000 premiers \$ de revenu net ; 3 % sur les 4.000 \$ suivants ; 5 % sur l'excédent.

(3) Applicable d'après le Revenu Act de 1928 aux revenus nets de plus de 10.000 \$ suivant un tarif progressif de 1 à 20 % maximum sur le montant de l'excédent.

de contrôle qu'exerçaient les bénéficiaires du trust sur la marche des affaires de celui-ci ; depuis cette époque, à la suite de jugements rendus par la Cour Suprême des Etats-Unis, il prend plutôt comme critérium la nature des affaires menées par le trust, et distingue les « Holding Trusts » qui sont ceux dans lesquels les trustees détiennent simplement des biens pour en recueillir les revenus et répartir ceux-ci entre les bénéficiaires, mais sans s'engager dans aucune affaire, et les « Operating Trusts » dans lesquels les trustees exercent des fonctions analogues à celles d'administrateurs de Sociétés et font réellement des affaires pour le compte des participants... Seuls les Holding Trusts sont, aux yeux du fisc, considérés comme véritables trusts ; les Operating Trusts, au contraire, sont traités comme des associations...

On voit donc, d'après la brève étude comparative que nous venons de faire, que les avantages des « Common Law Trusts » sont devenus, à la vérité, assez illusoires ; cela suffit à expliquer que cette forme soit peu à peu délaissée au profit de la forme incorporée.

CHAPITRE III

DIVERSES CATÉGORIES D'INVESTMENT TRUSTS AMÉRICAINS

Les Investment Trusts américains peuvent donner lieu à plusieurs classifications différentes suivant que l'on prend en considération l'une ou l'autre de leurs caractéristiques générales : mobilité ou rigidité du portefeuille, nature des titres émis, spécialisation dans les placements effectués. Mais exposer séparément tous ces aspects différents sous des rubriques distinctes obligerait à de fastidieuses redites.

Nous préférons donc adopter la division suivante qui répartit les Trusts américains par ordre de ressemblance décroissante à leurs devanciers britanniques.

Nous étudierons donc successivement :

1^o Les Investment Trusts du type « General Management » ou « discrétionnaire » (dit parfois, britannique).

2^o Les Investment Trusts du type « Investment Fund ».

3^o Les Investment Trusts du type « Fixed » (rigide).

4^o Les Investment Trusts du type semi-rigide (1) ou « Limited Management ».

Section I.— Investment Trusts du type « General Management » ou discrétionnaire.

Ce sont les héritiers directs des Trusts britanniques qu'ils ont assez fidèlement imités ; ils ne

(1) Normalement, les Investment Trusts compris dans le 4^o devraient passer avant les Investment Trusts rigides, mais la clarté de l'exposé exige l'ordre ci-dessus.

constituent donc pas, à proprement parler, de type original ; toutefois, la place qu'ils occupent aux U. S. A. est si importante — on estime qu'ils représentent 75 % du capital global des Investment Trusts américains — qu'ils méritent d'être étudiés en détail.

A) *Constitution. Objet.*

Créés soit comme Sociétés incorporées, soit comme Trusts de droit coutumier (Common law Trusts), les Investment Trusts du type discrétionnaire ont, en général, aux termes de leurs actes constitutifs, un objet assez étendu.

C'est ainsi que l'article II du certificat d'incorporation de l'American British and Continental Corporation (une Delaware corporation) dispose que : l'objet poursuivi par la Société est l'exécution de toutes les opérations permises à une « Business Corporation », soit seule, soit en participation, et notamment les opérations suivantes, dont l'énoncé n'est d'ailleurs en aucune manière limitatif :

1^o Acquérir, garantir, négocier, vendre, transférer, hypothéquer, nantir toutes valeurs mobilières et effets de commerce émis ou créés par des sociétés, associations, syndicats, gouvernements, municipalités, ou autres personnes publiques, exercer tous les droits et privilèges attachés à la possession des dits effets et valeurs.

2^o Acquérir, gérer, exploiter, louer, échanger, vendre, hypothéquer tous biens immobiliers y compris les terrains miniers ou pétrolifères ; construire, exploiter, agrandir, contrôler tous immeubles à usage d'habitation, tous magasins, bureaux, docks, entrepôts, installations industrielles et autres bâtiments.

3^o Acquérir, vendre, liquider ou réorganiser toutes propriétés, patrimoines, fonds de commerce, entreprises commerciales et les financer en tout ou en partie.

4^o Emprunter de l'argent et contracter des dettes pour les besoins sociaux, vendre ses obligations, bons à court terme et autres reconnaissances de dettes, et en garantir le paiement par le dépôt en gage ou l'hypothèque de ses biens ou propriétés ; racheter et détenir ses propres bons et obli-

gations et dans la limite où la loi le permet, les actions de son capital ; émettre, accepter, endosser, garantir des effets de commerce et autres obligations ; prêter de l'argent avec ou sans garantie.

5° Rechercher, acquérir, enregistrer, exploiter, vendre, louer toutes marques de fabriques, privilèges, procédés, inventions, brevets, concessions gouvernementales aux Etats-Unis d'Amérique ou à l'étranger.

6° Exercer son activité dans l'Etat de Delaware et dans toutes les parties du monde.

Rien de ce qui est indiqué ci-dessus, toutefois, ne sera considéré comme habilitant la Société à recevoir en dépôt des espèces, à acheter des monnaies d'or ou d'argent ou à émettre des billets ou autres reconnaissances de dettes en vue de la circulation, ou à transmettre des fonds par chèques, mandats ou autres modes de remise.

On voit par ce simple exemple, qui pourrait être multiplié, que les Trusts discrétionnaires ont, pour l'exercice de leur activité, un champ presque illimité et qu'ils peuvent se livrer à toutes sortes d'opérations dans des domaines très variés ; la seule restriction sérieuse concerne l'interdiction de se livrer à des opérations de banque, celles-ci étant généralement soumises, on le sait, à une réglementation spéciale.

En ce qui concerne plus particulièrement les Trusts constitués comme « Common law Trust », la déclaration de Trust définit en même temps l'objet du Trust et les pouvoirs des Trustees ; nous nous réservons d'étudier ceux-ci plus loin.

B) *Composition du capital.*

On rencontre chez les Trusts discrétionnaires la même variété de titres que chez leurs congénères britanniques, actions ordinaires, actions de préférence, obligations.

D'après une statistique dressée en mars 1929 par

M. Leland Rex Robinson, le capital des Investment Trusts américains et canadiens (discretionnaires, rigides et semi-rigides et Investment Funds), se décomposait, fin janvier 1929, de la manière suivante :

	Chiffres approximatifs
Actions de préférence.	\$. 439.000.000
Actions ordinaires	\$. 337.000.000
Obligations	\$. 200.000.000
Certificats de participation	\$. 58.000.000

Les trois premiers postes se rapportent aux Trusts discrétionnaires ; le dernier aux Investment Funds, aux Trusts rigides et semi-rigides.

Pris dans l'ensemble, ces chiffres indiquent d'une manière suffisante la répartition des divers titres dans le public américain ; mais ils n'ont aucune signification de moyenne, car des 159 sociétés auxquelles ils s'appliquent, 55 n'ont pas émis d'actions de préférence et 43 n'ont émis ni actions de préférence ni obligations.

La capitalisation est donc très variable selon les Sociétés et l'on ne peut établir à ce sujet de règles générales, comme pour les Trusts britanniques ; le meilleur moyen de donner un aperçu des modalités les plus courantes est de procéder par exemples. Nous examinerons donc, ci-dessous, plusieurs Sociétés — prises parmi les plus importantes — et, pour chacune d'elles, les caractéristiques des divers titres qu'elle a émis.

AMERICAN BRITISH AND CONTINENTAL CORPORATION.

a) *Capital-actions.*

Aux termes de son « certificate of incorporation »,

le capital autorisé de la Société se compose de 540.000 actions, toutes sans valeur nominale.

Ces 540.000 actions se répartissent comme suit :

	Nombre d'actions
Actions de première préférence	100.000
— deuxième préférence	40.000
— ordinaires	400.000

Les caractéristiques générales de ces divers titres sont les suivantes :

1^o Les porteurs des actions de première préférence ont droit à un dividende cumulatif annuel de six dollars — et pas davantage — sur les bénéfices nets ou excédents de la Société et avant toute répartition aux actions de deuxième préférence ou aux actions ordinaires.

Sur le surplus des bénéfices restant après paiement du dividende des actions de première préférence, les porteurs des actions de deuxième préférence ont droit à un dividende cumulatif annuel de six dollars — et pas davantage.

Sur le solde des bénéfices restant, après paiement des dividendes aux actions de première et de deuxième préférence, les actions ordinaires peuvent recevoir un dividende.

2^o Les porteurs d'actions ordinaires jouissent seuls d'un droit de vote sauf dans les cas suivants :

Si la Société ne paie pas le dividende statutaire sur les actions de 1^{re} préférence pendant huit trimestres, les porteurs des actions de 1^{re} préférence auront le droit d'élire la majorité des administrateurs et les porteurs des actions de 2^e préférence auront le droit d'élire le reste des administrateurs, sauf un, et les porteurs d'actions ordinaires auront le droit d'élire un administrateur ; et pour toutes autres affaires concernant la Société, les porteurs des actions de 1^{re} préférence et de 2^e préf-

rence, ensemble, auront un droit de vote exclusif, sauf exceptions prévues par le certificat d'incorporation ou par acte spécial; et ce droit de vote appartiendra aux actionnaires de 1^{re} et de 2^e préférence aussi longtemps qu'il y aura des dividendes en souffrance sur les actions de 1^{re} préférence.

Si la Société ne paie pas le dividende statutaire sur les actions de 2^e préférence pendant quatre semestres, alors que les actions de 1^{re} préférence n'ont pas, à ce moment, droit de vote, les porteurs d'actions de 2^e préférence et ordinaires, ensemble, seront autorisés à voter sur l'élection des administrateurs et sur toutes autres affaires concernant la Société.

Au cas où la totalité, soit des actions de 1^{re} préférence, soit des actions de 2^e préférence serait remboursée, les droits de vote prévus au certificat d'incorporation seront transférés à la catégorie d'actions non remboursée.

3^o La Société peut appeler au remboursement tout ou partie des actions de 1^{re} préférence à 105 dollars (plus la portion de dividende courue), avant le 1^{er} décembre 1930, et à 102 dollars (plus la portion de dividende courue) après le 1^{er} décembre 1930. La Société peut, dans les mêmes conditions, rembourser les actions de 2^e préférence pourvu que les actions de 1^{re} préférence aient été remboursées auparavant ou que les 2/3 au moins des porteurs de ces actions aient donné leur adhésion à cette opération.

4^o En cas de liquidation ou dissolution, volontaire ou involontaire, de la Société, les porteurs d'actions de 1^{re} préférence ont droit, avant toute distribution aux actions de 2^e préférence et ordinaires, au paiement de 100 dollars par titre (plus la portion de dividende courue); si l'actif net de la Société est insuffisant pour permettre cette répar-

tition, il sera entièrement partagé entre les porteurs d'actions de 1^{re} préférence, au prorata de leur mise.

Subsidiairement, les porteurs d'actions de 2^e préférence ont droit à 100 dollars par titre (plus la portion de dividende courue).

Les porteurs d'actions ordinaires, enfin, interviennent au partage de tout le solde de l'actif, au prorata de leur mise.

5^o La Société pourra créer une ou plusieurs nouvelles catégories d'actions qui comporteront telles caractéristiques que le vote des 2/3 des actionnaires ayant droit de vote — aux termes du certificat d'incorporation — l'aura décidé ; mais sous réserve de l'adhésion de la majorité des porteurs d'actions de 1^{re} et de 2^e préférence.

6^o Le nombre autorisé d'actions de n'importe quelle catégorie pourra être augmenté à la suite du vote des 2/3 des actionnaires ayant droit de vote, aux termes du certificat d'incorporation ; mais sous réserve de l'adhésion de la majorité des porteurs d'actions de la catégorie que l'on se propose d'augmenter.

7^o En cas de création d'une nouvelle catégorie d'actions ou d'augmentation du nombre d'actions d'une catégorie déjà existante, les actionnaires anciens n'auront aucun droit de souscription ; le conseil d'administration procédera à l'attribution des actions nouvelles, comme bon lui semblera.

Au bilan arrêté le 31 décembre 1927, le capital-actions se décomposait comme suit :

Autorisé et souscrit :		
100.000 actions, 1 ^{re} préférence	cumul.	} \$. 13.600.000
6 \$. sans valeur nominale		
40.000 actions, 2 ^e préférence	cumul.	
6 \$. sans valeur nominale		
400.000 actions ordinaires	sans valeur nominale	

A déduire :	
Souscriptions non appelées	\$ 2.381.800
Total	\$ 11.218.200

D'importants changements ont eu lieu dans la capitalisation de l'American British and Continental Corporation au cours de l'année 1928.

Les 40.000 actions de 2^e préférence ont été échangées contre 200.000 actions ordinaires ; le nombre autorisé de ces dernières a été élevé de 400.000 à 1.000.000.

A la suite de ces opérations, le poste capital se présentait au bilan arrêté le 31 décembre 1928, sous la forme suivante :

Actions de 1 ^{re} préférence cumulatives 6 \$ sans valeur nominale.		}	
Autorisées et souscrites	100.000 act.		
Actions ordinaires, sans valeur nominale.			
Autorisées	1.000.000 act.		
Souscrites	600.000 act.		\$ 13.600.000
A déduire : versements en retard			\$ 12.525
Total			\$ 13.587.475

Le principal résultat de ces transformations a été la suppression de la charge que constituait le dividende cumulatif de six dollars sur les actions de 2^e préférence, suppression qui a permis à la Société d'élargir son champ d'action et de placer ses fonds d'une manière plus rémunératrice.

b) *Capital-obligations.*

L'article VIII du « certificate of incorporation » de l'American British and Continental Corporation dispose que : a Société peut contracter de temps à autre des emprunts consolidés — garantis ou non — dont le princi-

pal — au moment de la création — ne devra pas dépasser 100 dollars (1) par action de préférence (de toutes catégories) émise et en circulation, plus un montant égal à la valeur comptable — telle qu'elle sera déterminée par le conseil d'administration — du capital-actions ordinaires émis et en circulation. Les mots « emprunts consolidés » tels qu'ils sont employés ici définissent tout bon ou obligation de la Société à échéance de plus d'un an.

Usant de la faculté accordée par les statuts, la Société a émis dans le courant de 1928 un emprunt obligataire de \$. 5.000.000 présentant d'après le prospectus d'émission les caractéristiques suivantes :

Ces obligations-or 5%, à échéance de 1953, seront émises conformément aux dispositions d'un acte (Indenture) en date du 1^{er} février 1928, la « Chase National Bank of the City of New-York » étant Trustee. Elles seront datées du 1^{er} février 1928 et à l'échéance du 1^{er} février 1953. Leur intérêt sera payable par semestre les 1^{er} février et 1^{er} août de chaque année. Le principal et les intérêts seront payables aux caisses de J.-H. Schröder Banking Corporation, à New-York, en dollars, ou, au choix du porteur, aux caisses de J. Henri Schroder and Co, à Londres (Angleterre), en livres sterling au cours du change à vue sur New-York, le jour de la présentation. Elles seront émises en coupures de 500 et 1.000 dollars, enregistrées pour le principal seulement (les feuilles de coupons étant au porteur). Elles seront amortissables à toute époque, en tout ou en partie, avec 60 jours de préavis, à 102 1/2 % (plus les intérêts courus) jusqu'au 1^{er} février 1930 ; ensuite et jusqu'à la date extrême de remboursement à 100 % (plus les intérêts courus).

Ces obligations constitueront une charge directe de la Société et seront émises conformément aux dispositions d'un acte (Indenture) qui stipule, notamment, qu'aussi longtemps que ces obligations seront en circulation, la Société ne pourra contracter de nouvelle dette consolidée, — garantie ou non — dont le montant ajouté à celui des emprunts déjà émis dépasserait 200 dollars par action de préférence (de toutes catégories) émise et en circulation plus une somme égale à la valeur comptable — telle qu'elle sera

(1) Pourcentage modifié depuis (voir prospectus d'émission des oblig. 5 %).

déterminée par le conseil d'administration — du capital-actions ordinaires émis et en circulation.

L'acte stipule également qu'aussi longtemps qu'il y aura des obligations en circulation, la Société n'en pourra émettre de nouvelles — à court ou à long terme — que si son actif net — avant déduction de ses emprunts — est au moins égal à 150 % du montant des dits emprunts ; et que la Société ne pourra hypothéquer ni donner en gage aucune partie de son actif — sauf pour garantir des emprunts à moins d'un an d'échéance — sans garantir également les obligations en circulation.

L'acte dispose enfin que, sur le vote affirmatif des porteurs d'au moins 85 % du capital des obligations en circulation, les clauses de l'acte primitif ou de tout acte supplémentaire pourront être modifiées sur tous les points, sauf en ce qui concerne le paiement des intérêts ou du principal des dites obligations.

INTERNATIONAL SECURITIES CORPORATION OF AMERICA.

A) *Capital-actions.*

L'International Securities Corporation of America qui est la plus ancienne société du groupe de l'American Founders, a son capital constitué de la manière suivante (au 15 février 1929) :

	Autorisé	En circulation
	\$.	\$.
Actions de préférence cumulatives de \$ 100 . . .	25.000.000	
Séries 7 %		11.400
Séries 6 %		17.479.300
Séries 6 1/2 %		6.433.100

Actions ordinaires cat. A		
sans valeur nominale .	900.000 act.	343.859 act.
Actions ordinaires cat. B		
sans valeur nominale .	600.000 act.	600.000 act.

Aux termes des actes constitutifs, les actions de préférence sont privilégiées par rapport aux actions ordinaires A et B, quant aux dividendes (qui sont cumulatifs) et aux répartitions de liquidation ; elles sont amortissables — en tout ou en partie — avec 60 jours de préavis — à chaque échéance de dividende : les séries 7 %, à 110 % (plus la portion de dividende courue), les séries 6 ½ %, à 107 ½ % (plus la portion de dividende courue) ; les séries 6 %, à 105 % (plus la portion de dividende courue).

D'après la charte d'incorporation, aucune action de préférence ne peut être émise si l'actif net de la Société (déduction faite du principal de toutes les dettes et de la réserve de dividende des actions de préférence) estimé au cours du marché (y compris le produit de la vente des actions de préférence à émettre) n'est pas égal au moins à 125 % de la valeur nominale des actions de préférence émises et à émettre, ni si le dit actif net, évalué au prix d'achat, n'est pas égal au moins à 133 % de la valeur nominale des actions de préférence émises et à émettre.

Après avoir pourvu à l'intérêt des obligations et au dividende des actions de préférence, une somme égale à 12 ½ % du surplus des bénéfices nets doit être mise de côté chaque trimestre pour la constitution d'une réserve de dividende des actions de préférence. Cette réserve doit être alimentée jusqu'à ce qu'elle atteigne 10 fois la somme nécessaire au paiement du dividende annuel sur les actions de préférence et devra être maintenue ensuite à ce niveau.

Les dividendes déclarés par le conseil d'administration devront être mis en paiement sur les actions ordinaires — classes A et B — avec les priorités suivantes :

En premier lieu : jusqu'à 2 \$ par action A.

Ensuite : jusqu'à 0,50 \$ par action B.

Puis : jusqu'à 2 \$ de plus par action A — total \$. 4.

Puis : jusqu'à 0,50 \$ de plus par action B — total \$. 1.

Puis : jusqu'à 1 \$ de plus par action A — total \$. 5.

Puis : jusqu'à 4 \$ de plus par action B — total \$. 5

ensuite, les dividendes supplémentaires seront répartis également entre les actions des deux classes ; ces dividendes ne sont pas cumulatifs.

Les porteurs d'actions ordinaires, A et B, ont un droit de vote exclusif pour toutes matières concernant la Société, sauf certains droits de vote éventuels réservés aux actions de préférence, en cas de non paiement de leur dividende cumulatif, chaque action B aura 1/3 de voix, jusqu'à ce que le nombre d'actions A émises et en circulation atteigne 400.000. Ensuite, chaque action B aura 2/3 de voix jusqu'à ce qu'il y ait en circulation 600.000 actions A ; après quoi chacune des actions A et B aura droit à une voix.

b) *Capital-obligations.*

Au bilan arrêté le 30 novembre 1928, la dette obligataire de la Société se décomposait comme suit : Obligations-or garanties (Bonds) de l'International Securities Trust of America, en circulation :

Séries B à l'échéance du 1 ^{er} juin 1933, 6 % : \$.	706.300
— C — 1943, 6 % : \$.	162.500
— D — 1933, 5 % : \$.	37.500
— E — 1943, 5 % : \$.	79.000
	985.300

Obligations or 5 % (Debentures) à échéance du	
1 ^{er} juin 1947	31.000.000
Total.	\$ 31.985.300

1^o Les obligations des séries B, C, D, E, héritage de l'International Securities Trust of America, sont du type des Collateral Trust Bonds (obligations garanties par le dépôt de titres aux caisses d'un Trustee). Il est prévu dans le contrat passé entre la Société et le Trustee (la Guaranty Trust Company) que la valeur sur le marché des titres déposés en garantie des obligations émises devra toujours être au moins égale à 115 % de la valeur nominale des dites obligations. Le Trustee n'autorisera de nouvelles émissions d'obligations que s'il est déposé à ses caisses des titres d'une valeur suffisante pour les couvrir. Au cas où la valeur sur le marché des titres déposés en garantie s'abaisserait au-dessous de 115 %, les obligations seraient techniquement « in default » (en défaut), et des titres supplémentaires devraient être fournis.

Il est stipulé, en outre, que lorsqu'il y aura en circulation pour plus d'un million de dollars d'obligations, les titres déposés en garantie devront être répartis de telle sorte qu'au moins 400 émetteurs différents soient représentés ; pas plus de 10 % de la valeur au pair de ces titres ne devront avoir été émis par une même personne publique, et pas plus de 3 % par une même société ou firme privée.

Enfin, après paiement de l'intérêt des obligations et avant tout dividende aux actions de préférence, le Trust s'engage à mettre de côté semestriellement 15 % des bénéfices nets, en vue de constituer un « fonds de réserve pour l'intérêt des obligations », qui s'accumulera aux caisses du Trustee jusqu'à ce qu'il atteigne une somme égale à cinq fois l'intérêt annuel des obligations en circulation ; il devra ensuite être maintenu à ce chiffre.

2^o Les obligations or 5 % sont du type Debentures (obligations constituant simplement une charge générale sur l'actif de la Société et ne comportant aucune garantie spéciale).

Elles présentent les caractéristiques suivantes : productives d'un intérêt annuel de 5 %, elles sont

remboursables à toute échéance de coupon, avec 60 jours de préavis, à 103 % jusqu'au 1^{er} juin 1930, à 102 ½ % jusqu'au 1^{er} juin 1933 ; à 102 % jusqu'au 1^{er} juin 1936 ; à 101 ½ % jusqu'au 1^{er} juin 1939 ; à 101 % jusqu'au 1^{er} juin 1942 ; à 100 ½ % jusqu'au 1^{er} juin 1945 et ensuite à 100 ; la portion d'intérêt courue devant être ajoutée dans chaque cas.

La Société s'engage à ne contracter de nouvelle dette à long terme que sous la forme d'obligations de même type que celles prévues au Contrat (Indenture) ; aucune obligation nouvelle ne pourra être émise si les ressources courantes de la Société (telles qu'elles sont définies dans le contrat) ne s'élèvent pas au moins, au moment de l'émission, à 200 % de ses dettes globales.

Aucun emprunt à court terme (tel que défini dans le contrat), ne pourra être contracté par la Société s'il en résulte que le montant total de ses emprunts à court terme dépasse 10 % du total de ses ressources courantes ajouté à la valeur sur le marché des titres remis en garantie des dits emprunts à court terme.

La Société s'engage, en outre, à n'hypothéquer et à ne donner en nantissement aucune partie de son actif — sauf pour garantir des emprunts à court terme dans les limites fixées ci-dessus — sans faire bénéficier les obligations émises conformément au contrat de sûretés équivalentes à celles qui sont accordées aux emprunts en vue desquels est contractée l'hypothèque ou le nantissement.

Si les ressources courantes de la Société s'abaissent au-dessous de 125 % du montant de ses emprunts à court ou à long terme, et si une pareille situation se prolonge pendant 60 jours à compter de la notification à la Société, les obligations pourront — sur demande faite au Trustee par les por-

teurs de 30 % au moins des obligations en circulation — être déclarées échues et remboursables par le Trustec...

Telles sont les caractéristiques générales des obligations émises par l'International Securities Corporation of America. Notons qu'au bilan arrêté le 30 novembre 1928, les valeurs « déposées chez le Trustee comme sûreté des obligations garanties » étaient inscrites à l'actif pour \$ 1.208.873,05, et les valeurs déposées chez le Trustee en « vue de la « constitution du fonds de réserve pour l'intérêt « des obligations garanties » pour \$ 354.517,05. [

Le rapport de l'exercice 1927-1928 signalait qu'au cours de cet exercice, l'intérêt des emprunts obligataires et l'amortissement de la prime de remboursement avaient été gagnés 3,63 fois (avant déduction du Federal Income Tax) et 3,38 fois (après déduction du Federal Income Tax). D'autre part, la valeur d'actif couvrant les emprunts obligataires était estimée, au 30 novembre 1928, à 205,6 %.

AMERICAN AND SCOTTISH INVESTMENT C^o.

Capital-actions.

Aux termes de l'article IV du « certificate of incorporation » de cette Société, le montant de son capital autorisé s'élève à 10 millions de dollars, divisé en 50.000 actions de préférence cumulatives de 100 dollars et 200.000 actions ordinaires de 25 dollars.

1^o Les actions de préférence cumulatives peuvent être émises, à toute époque, selon les décisions du conseil d'administration, en une ou plusieurs des séries suivantes :

Une série connue sous le nom de série	7 %.
—	6 1/2 %.
—	6 %.
—	5 1/2 %.
—	5 %.
—	4 1/2 %.

Les actions de préférence de toutes les séries seront de même classe, de rang égal et identiques à tous les points de vue, sauf en ce qui concerne le taux des dividendes, qui est variable suivant les séries.

Les caractéristiques des actions de chaque série et les conditions auxquelles elles pourront être amorties seront fixées par le conseil d'administration qui décidera l'émission des premières actions de la série envisagée. Le conseil d'administration pourra, de temps à autre, augmenter ou diminuer le nombre des actions des séries émises.

2^o Avant paiement d'aucun dividende sur les bénéfices nets annuels de la Société, il sera transféré à la réserve une somme égale à 10 % des dits bénéfices nets, et cela jusqu'à ce que le montant de la réserve atteigne 30 % du capital émis et en circulation.

Après cette affectation, le surplus des bénéfices pourra être, selon la décision du conseil d'administration, distribué aux actionnaires comme dividende. Les bénéfices nets seront constitués par les bénéfices bruts déduction faite de toutes dépenses d'exploitation y compris les intérêts et impôts.

3^o Les actions de préférence cumulatives auront droit au paiement d'un dividende à un taux égal — mais pas supérieur — à celui que comporte leur série.

Ce dividende sera réparti avant celui des actions ordinaires ; il sera cumulatif ; il ne sera pas payé exclusivement à l'une ou à plusieurs des séries

émises, mais proportionnellement entre toutes les séries.

4^o En cas de liquidation ou de dissolution volontaire ou involontaire de la Société, les porteurs d'actions de préférence (de toutes les séries) auront droit au paiement d'une somme de 100 dollars par titre (plus la portion de dividende courue), avant toute répartition aux actions ordinaires ; après quoi les actions ordinaires se partageront, proportionnellement, le reste de l'actif.

5^o Les actions de préférence n'ont pas de droit de vote ; toutefois, en cas de suspension, pendant huit trimestres consécutifs, de leur dividende cumulatif, elles recevront un droit de vote égal à celui des actions ordinaires et ce jusqu'à ce que les dividendes arriérés aient été payés.

6^o Les actions ordinaires pourront être émises aux conditions et aux époques fixées par le conseil d'administration.

7^o La propriété d'actions de la Société ne donnera aucun droit de souscription aux actions nouvelles émises ou vendues par la Société ; c'est le conseil d'administration qui, seul, aura la disposition de ces actions nouvelles.

Au bilan arrêté le 31 décembre 1928 — premier bilan de fin d'année publié par la Société, qui a été constituée en avril 1928 — le capital social se décomposait comme suit :

Actions ordinaires

— 103.911 à 25 dollars. \$. 2.597.775

A déduire :

Actions rachetées (au prix d'achat)

— 1.511 \$. 37.438,40

Total \$. 2.560.336,60

La Société n'a donc fait en 1928 aucun usage de la faculté d'émettre des actions de préférence ;

cette réserve sur laquelle le rapport du conseil d'administration pour l'exercice 1928 ne fournit pas d'explication peut s'expliquer par les conditions monétaires qui ont prévalu sur le marché de New-York pendant l'année considérée.

Capital-obligations.

L'article III du « certificate of incorporation » de l'American and Scottish Investment C^o, qui définit les objets poursuivis par la Société, dispose dans son paragraphe d) que la Société peut contracter des emprunts pour les besoins sociaux, émettre, vendre, racheter et en général disposer de ses bons et obligations et, pour garantir les dits titres, hypothéquer ou donner en nantissement tout ou partie de son actif... cependant le montant total, à une époque donnée, des emprunts de la Société ne doit pas dépasser cinq fois la valeur au pair de tout le capital-actions en circulation.

A la fin de 1928, l'American and Scottish Investment C^o n'avait pas encore fait usage de la faculté d'emprunt prévue aux statuts ; en effet, aucun poste : Dette obligataire, ne figure au bilan arrêté le 31 décembre 1928 ; seule une Dette en banque y est inscrite pour un montant de 49.925,61 dollars.

AMERICAN EUROPEAN SECURITIES C^o.

Capital-actions.

Le capital de cette Société — incorporée sous la législation du Delaware — était composé en janvier 1929 de la manière suivante :

	Autorisé	Emis
Actions de préférence (6 dol.) cumulatives, sans valeur nominale . . .	60.000 act.	50.000
Actions ordinaires sans valeur nominale	200.000 act.	130.000

Il y avait, en outre, en circulation des certificats d'option donnant droit aux porteurs d'acquérir, à toute époque, et sans limite, 20.000 actions ordinaires au prix de 25 dollars par titre.

Les actions de préférence ont droit à un dividende cumulatif annuel de six dollars. Elles sont privilégiées quant aux dividendes et aux répartitions de liquidation (100 dollars plus la portion de dividende courue). Elles peuvent être remboursées par anticipation à 110 dollars (plus la portion de dividende courue).

Aux assemblées générales, chaque actionnaire a droit à 1 voix par action de préférence ou ordinaire.

Il est prévu dans le certificat d'incorporation de la Société qu'il ne sera pas payé aux actions ordinaires de dividende annuel supérieur à 1 dollar par titre, tant qu'il n'aura pas été constitué une réserve égale à deux fois la somme nécessaire au paiement du dividende annuel des actions de préférence.

Capital-obligations.

La dette obligataire de l'American European Securities C^o figure au bilan arrêté le 31 décembre 1928 pour un montant de \$ 4.000.000, provenant de l'émission, en 1928 :

1^o De \$ 2.000.000 d'obligations or 5 %, série A, du type des « Collateral Trust Bonds », à l'échéance du 1^{er} janvier 1958.

2^o De \$ 2.000.000 d'obligations or 5 %, série B, de même type que les précédentes, à l'échéance du 1^{er} mai 1958.

Ces obligations, pour le remboursement desquelles un fonds d'amortissement est prévu, sont garanties par le dépôt aux caisses d'un Trustee de titres dont la valeur totale ne doit pas s'abaisser au-dessous de 125 % de celle (au pair) des obligations en circulation.

MASSACHUSETTS INVESTORS TRUST (1).

Capital-actions.

La composition du capital de cette Société — constituée sous la forme juridique de « Common Law Trust » — est d'une grande simplicité.

L'article VIII de la « Declaration de Trust » prévoit que :

Les Trustees émettront des certificats d'intérêt bénéficiaire (qui, pour plus de commodité, seront appelés ici actions) pour matérialiser les intérêts respectifs des participants (appelés ici actionnaires). La forme de ces certificats pourra être modifiée selon la décision des Trustees.

Les actions seront sans valeur nominale (2).

Le bénéfice net du Trust sera réparti entre les actionnaires comme dividende, soit annuellement, soit plus fréquemment, selon la décision des Trustees.

Le nombre des actions sera fixé de temps à autre par les Trustees qui pourront l'augmenter ou le réduire.

Rien de ce qui est stipulé ici ne sera considéré comme

(1) Les auteurs américains ne sont pas d'accord sur la nature exacte du Massachusetts Investors Trust ; suivant l'autorité de Grayson et de Grover O'Neill (qui le classe dans sa statistique annuelle, parmi les « General Investment Companies »), nous l'avons compris dans la catégorie des Trusts discrétionnaires. Mais le docteur Steiner en fait un simple « Investment Fund » (vide infra).

(2) Amendement du 20 octobre 1928.

constituant une limitation au droit qu'ont les Trustees d'émettre des actions nouvelles de même type, de mêmes droits et privilèges que les actions précédemment existantes. Les Trustees auront le droit de vendre, d'échanger, et en général, de disposer des actions nouvelles aux prix et conditions qu'ils détermineront et sans les offrir aux anciens actionnaires. Au cas où un actionnaire désirant vendre ses actions n'en trouverait pas sur le marché un prix convenable, il peut faire savoir par lettre aux Trustees qu'il désire céder les dites actions, en en indiquant le nombre. Dans les sept jours de la réception de cette lettre, les Trustees rachèteront les dites actions, pour leur valeur comptable, plus le dividende couru et moins deux dollars par action. Pour déterminer cette valeur comptable, tous les titres faisant partie de l'actif du Trust seront estimés au prix du marché. Cette estimation sera définitive et liera l'actionnaire qui pourra, toutefois, demander à examiner l'inventaire.

Les actions pourront donner lieu à transfert dans les livres de la Société, sur présentation des titres dûment endossés ; de nouveaux certificats seront alors créés à l'ordre des cessionnaires qui deviendront participants du Trust (ceux qui trustent).

Les Trustees n'auront pas le droit d'exiger des actionnaires des versements supplémentaires, sauf ceux que les dits actionnaires consentiraient à faire pour souscription à des actions nouvelles ou de toute autre manière.

A la fin du Trust, soit par expiration soit autrement, les Trustees pourront, à leur choix :

a) Confier le fonds de Trust à de nouveaux Trustees, ou à une Société (Corporation).

b) Ou vendre et liquider l'actif du trust et appliquer les produits de la liquidation comme suit :

1° Au règlement de toutes charges, taxes, dépenses, dettes ayant de par la loi un privilège d'antériorité.

2° Au règlement de toutes dettes non garanties — sous forme d'obligations ou sous toute autre forme — contractées par les Trustees.

3° A la répartition du solde entre les porteurs d'actions au prorata de leurs mises.

Capital-obligations.

La déclaration de Trust ne prévoit pas expressément l'émission de titres obligataires.

L'article III dispose simplement que les Trustees auront le droit :

pour les besoins sociaux de contracter des dettes, garanties ou non garanties et, s'ils le jugent opportun, de donner en nantissement, d'hypothéquer tout ou partie de l'actif du Trust ; toutefois, le montant des emprunts contractés par le Trust ne devra jamais dépasser 50 % de la valeur totale de son actif.

Au 31 décembre 1928, la Société n'avait pas encore fait usage de la faculté d'emprunt prévue aux statuts. Il ne figurait, en effet, au passif du bilan arrêté à cette date aucun poste « Dette obligatoire » ou « Créiteurs divers ».

Le fonds social était inscrit de la manière suivante :

Capital : 218.781 act. sans valeur	
nominale.	\$. 7.512,456,87

Nous venons d'examiner en détail la constitution du capital — actions et obligations — de quelques Trusts discrétionnaires. L'impression se dégage qu'on en est encore dans ce domaine, à la période de tâtonnement. Certaines Sociétés élaborent des combinaisons compliquées où sont représentées toutes les variétés de titres possibles, depuis l'obligation la mieux garantie jusqu'à l'action ordinaire sans valeur nominale, et en passant par tous les genres intermédiaires, quitte à faire ensuite les modifications que l'expérience aura démontrées désirables ; d'autres, au contraire, n'émettent qu'une seule forme de titres.

Des arguments sont d'ailleurs fournis des deux côtés pour justifier soit le fractionnement du capital en plusieurs catégories de titres, soit sa simplification à l'extrême. Les partisans du fractionnement font valoir l'avantage qu'il y a pour les

actionnaires ordinaires à profiter de la différence entre le taux d'intérêt servi aux porteurs de titres à revenu fixe, et celui qui peut être obtenu des fonds que ces derniers ont apportés ; les défenseurs de l'unification remarquent, par contre, qu'en cas de liquidation, dans une période défavorable, les actionnaires peuvent parfaitement ne rien toucher, s'il y a de nombreux titres dont le remboursement s'effectue avant le leur, alors que s'ils sont seuls, ils encaisseront, le plus souvent, une répartition.

Les mêmes catégories de titres, en outre, ne présentent pas, selon les Sociétés, les mêmes caractères. Certaines actions de préférence ont un droit de vote identique à celui des actions ordinaires, d'autres, plus nombreuses, n'en acquièrent que si leur dividende est suspendu pendant une période déterminée ; parfois elles participent, dans une certaine mesure, aux super-bénéfices, le plus souvent elles n'y ont aucun droit.

Les obligations, également, sont de types très divers ; les unes sont garanties par le dépôt de valeurs aux caisses de Trustees, les autres ne bénéficient d'aucune affectation spéciale de gage ; elles sont donc loin d'offrir toutes le même degré de sécurité...

Quant aux actions ordinaires tantôt affectées d'une valeur nominale, tantôt n'en possédant pas, leurs droits sont plus ou moins différés suivant que les titres dont la rémunération est privilégiée sont nombreux ou non, plus ou moins considérables selon la proportion dans laquelle elles existent par rapport aux autres catégories de titres.

Cette proportion varie, en effet, considérablement suivant les Sociétés.

Les unes, et notamment celles du groupe de l'American Founders, ont adopté les pourcentages suivants :

Obligations	40 à 50 %
Act. de préférence	30 à 35 %
Actions ordinaires	15 à 25 %

qui se rapprochent, à quelque chose près, de l'usage britannique.

Chez d'autres, comme la General American Investors Company, Inc., les pourcentages sont tout différents :

Obligations.	83,3 %
Act. de préférence.	16,6 %
Actions ordinaires	0,1 %

D'autres encore, comme l'Aldred Investment Trust et l'Old Colony Investment Trust, qui n'ont en circulation que des obligations et des actions ordinaires, ont pour les premières des pourcentages respectifs de 65,2 et 81,8 %, pour les secondes de 34,8 et 18,2 %.

Certaines prévoient qu'un rapport déterminé devra toujours exister entre actions de préférence et actions ordinaires. C'est le cas de l'United Pacific Corporation, dans la composition du capital de laquelle, pour 5 dollars d'actions de préférence, il doit toujours y avoir 1 dollar d'actions ordinaires « afin d'assurer le maintien de la marge de sécurité primitive des actionnaires de préférence ».

D'une manière générale, on peut dire que le problème de la protection des titres à revenu fixe n'est pas résolu, comme en Angleterre, par l'existence d'une importante quantité de titres « junior » ; en Amérique, cette protection dérive plutôt de clauses insérées dans les contrats d'émission prévoyant que l'actif doit représenter un pourcentage minimum (de 120 à 140 %) du montant des obligations ou actions de préférence émises ou à émettre.

L'absence de « standardisation » que nous avons remarquée dans la formation du capital des Invest-

ment Trusts discrétionnaires, et qui, au surplus, n'est pas particulière à ce genre de Sociétés, aurait certes de nombreux inconvénients sur des marchés étroits comme le sont la plupart des marchés européens. Outre-Atlantique, il en est autrement ; la masse des spéculateurs est assez grande, et provient de milieux assez divers pour qu'il puisse y avoir intérêt à offrir nombre de titres différents qui répondent peut-être chacun aux désirs d'une catégorie distincte de capitalistes ou d'épargnants.

Quelques symptômes peuvent toutefois être observés qui sont le signe d'une certaine tendance à l'uniformisation. C'est ainsi que les obligations garanties du type « Collateral Trust bonds » dont l'émission était, il y a quelques années, très courante, cèdent le pas peu à peu, et à mesure que le crédit des Sociétés de placement s'affirme, aux obligations non garanties du type « Debentures ».

D'autre part, une coutume de plus en plus fréquente consiste à émettre les obligations ou actions de préférence soit avec des droits d'option pour un certain nombre d'actions ordinaires, soit sous forme de certificats dont chaque unité comprend, dans une proportion donnée, actions de préférence et actions ordinaires.

La grande majorité des Trusts, enfin (les $\frac{2}{3}$ d'après M. Leland Rex Robinson), ont actuellement en circulation obligations, actions de préférence et actions ordinaires (1), ce qui constitue, à n'en pas douter, un progrès vers un type mieux délimité et plus uniforme.

(1) Au point de vue des taux d'intérêt, les obligations sont le plus souvent du type 5 ou $5\frac{1}{2}$, parfois $4\frac{1}{2}$ pour les Sociétés de réputation bien établie, et 6 pour les Sociétés peu connues ; en ce qui concerne les actions de préférence, les taux varient de $4\frac{1}{2}$ à 8 % ; M. Steiner dit que, d'une manière générale, leur taux est de 1 % au-dessus de celui des obligations.

C) *Répartition du capital entre les fondateurs
et le public.*

Dans son enquête de 1927-1928 sur les Investment Trusts, M. Ottinger, Attorney Général de l'Etat de New-York, distingue parmi les fondateurs de ces Sociétés quatre classes différentes :

1^o Les techniciens de direction d'Investment Trusts dont les intérêts sont concentrés dans cette branche, comme par exemple l'American Founders Corporation et son groupe ;

2^o Les affaires de gérance de portefeuille qui, en outre de leurs opérations habituelles, assurent la direction d'Investment Trusts ; parmi elles on peut citer Parker, Putnam and Nightingale (Incorporated Investors), Scudder, Stevens and Clark (Sterling Securities Corporation), etc.

3^o Les Investment Bankers (Banquiers de placement) et Issuing Houses (maisons d'émission) comme Dillon, Read and C^o, Lazard Frères, Brown Brothers, Kidder, Peabody and C^o, F. J. Lisman and C^o, J. Henry Schröder Banking Corporation, qui ont pris part à la constitution de nombreux Investment Trusts.

4^o Les Banques commerciales et Trust Cies comme la National Shawmut Bank of Boston (Shawmut Bank Investment Trust), l'Old Colony Trust C^o (Old Colony Corporation).

A ces quatre classes, il faut en ajouter une autre, celle des « Members » des divers Stock Exchanges (marchés officiels de Bourse) américains, et notamment du Stock Exchange de New-York. Cette dernière catégorie de fondateurs s'est singulièrement développée depuis quelques mois, au point d'inquiéter les autorités du Stock Exchange qui

craignent que les Investment Trusts fondés par des « Members » ne soient tentés de faire de la contrepartie en prenant des positions opposées à celles de leurs clients habituels. Des dispositions assez sévères ont été prises récemment pour éviter ce danger possible ; les « Members » désireux de créer un Investment Trust sont désormais tenus de soumettre au « Business Conduct Committee » du Stock Exchange de New-York, pour approbation, les statuts et divers actes constitutifs de la Société qu'ils créent et de communiquer régulièrement des informations détaillées (bilans, comptes de Résultats, etc.) sur la marche de ses affaires.

A quelque catégorie qu'ils appartiennent, les fondateurs s'arrangent toujours de manière à conserver une influence prépondérante au sein de l'affaire qu'ils ont créée et à participer largement à ses bénéfices, le tout sans y investir des fonds considérables. Le grand public est donc invité à souscrire la grosse masse des titres à revenu fixe, ce que l'on appelle les « senior securities » (valeurs âgées), parce qu'elles passent avant les autres dans la répartition des bénéfices, en considération de quoi on lui attribue, soit à titre de bonus, soit contre espèces, une partie des actions ordinaires, ou « junior securities » (valeurs cadettes) dont les promoteurs et organisateurs se réservent le plus important morceau.

Les modalités de réalisation de ce programme sont d'ailleurs fort variées et les fondateurs rivalisent d'ingéniosité pour présenter la combinaison qu'ils ont adoptée sous l'aspect le plus avantageux.

A titre d'exemple, on peut citer les formules suivantes appliquées par diverses Sociétés :

L'United States and Foreign Securities Corporation a son capital réparti de la façon suivante :

1^o Capital détenu par le public :

250.000 act. de 1 ^{re} préférence (dividende cumulatif de \$ 6).	\$ 25.000.000
250.000 actions ordinaires.	\$ 25.000

2^o Capital détenu par les fondateurs :

50.000 actions de 2 ^e préférence (div. cumul. de \$ 6) acquises par les fondateurs à raison de \$ 100 par titre	\$ 5.000.000
750.000 actions ordinaires.	\$ 75.000

Les fondateurs ont fourni 1/6^e du capital global ; ils ont droit cependant aux 3/4 des bénéfices nets.

Le Shawmut Bank Investment Trust a émis 75.000 actions ordinaires sans valeur nominale, dont 37.500 ont été attribuées comme bonus aux souscripteurs de \$ 5.000.000 d'obligations 4 1/2 et 5 % émises au pair ; le solde a été réservé à la direction, en considération de sa souscription à \$ 1.000.000 d'obligations 6 % émises à \$ 104, soit à 4 % de prime.

Le General American Investors a émis 200.000 actions ordinaires sans valeur nominale dont 75.000 ont été attribuées, à titre de bonus, aux souscripteurs de \$ 7.500.000 d'obligations émises au pair ; le solde, soit 125.000, a été réservé à la direction qui a souscrit, par ailleurs, pour \$ 1.500.000 d'actions de préférence cumulatives, émises à 120 %, soit à 20 % de prime.

Les différentes Sociétés du groupe de l'American Founders Corporation ont en circulation deux catégories — A et B — d'actions ordinaires, ayant les unes et les autres droit de vote quoique dans des proportions différentes (les actions B ont un droit de vote plus faible que les actions A jusqu'à ce que l'émission de ces dernières ait atteint un certain montant).

Les actions ordinaires A ont été émises dans le public simultanément avec des actions de préférence. Les actions B sont pour la grande majorité détenues par l'American Founders Corporation, chef du groupe.

D) *Placement des émissions.*

Le placement des divers titres émis par les Sociétés ou les personnes publiques s'effectue aux Etats-Unis soit par la vente directe au public, soit par l'intermédiaire des Investment Bankers (banquiers de placement).

Dans le premier cas, la collectivité émettrice procède généralement par « tap sales » (ventes au robinet), c'est-à-dire qu'elle place ses titres au fur et à mesure de la demande du public et d'une manière continue. Cette méthode peut parfois convenir à des entreprises nouvelles qui préfèrent débiter avec un capital modique et ne l'augmenter que petit à petit ; mais elle présente plusieurs inconvénients parmi lesquels celui d'être fort onéreuse — la Société étant forcée de faire elle-même sa publicité et d'entretenir une organisation de vente indépendante — et celui également de lier étroitement au caprice du public et en dehors de toute considération d'opportunité et de mesure, l'accélération ou le ralentissement de l'apport de capitaux frais.

Aussi, n'est-il pas étonnant que la grosse majorité des émissions se fasse pour des montants déterminés d'avance et à des dates fixes. L'intervention des Investment Bankers est alors, le plus souvent, indispensable. Il est nécessaire, pour saisir l'importance de leur rôle, de dire quelques mots de leur organisation.

Les Investment Bankers constituent sur tout le territoire des Etats-Unis un réseau très serré qui a son point de départ dans les centres financiers comme New-York, San Francisco, Chicago, et dont les ramifications s'étendent jusque dans les plus petites villes des Etats les plus reculés. A leur tête se trouvent les maisons de banque de standing international comme Morgan and C^o, Dillon, Read and C^o, Kuhn, Loeb and C^o, Brown Brothers and C^o — pour n'en citer que quelques-unes — qui, par leurs relations, sont à même de négocier des émissions considérables.

Au-dessous de ces Etablissements sont les maisons de deuxième ordre, parfois très puissantes, mais dont l'influence dépasse rarement le territoire d'un Etat ; plus bas, enfin, vient la masse des petits banquiers, disséminés dans toutes les agglomérations, et qui jouent dans une certaine mesure, vis-à-vis de la clientèle, le rôle des brokers sur le marché anglais.

Chacun de ces organismes a sa fonction dans la distribution des émissions dont le mécanisme est habituellement le suivant : la maison qui a conclu avec une société quelconque une affaire pour le placement d'un paquet d'actions ou d'obligations lui achète ferme le dit paquet à un cours déterminé ; puis elle cherche à constituer un « purchasing group », groupe acheteur où entrent généralement quelques maisons de premier ordre ; elle divise ainsi son risque et s'assure la possibilité, quoi qu'il advienne, de verser les fonds à son client dans les délais fixés. Le « purchasing group », à son tour, rétrocède parfois l'émission — surtout si elle est considérable — à un groupe plus nombreux, l'« offering group » (groupe offrant). Ce n'est qu'ensuite que se constitue le syndicat de garantie « underwriting syndicate », composé des nombreuses maisons à qui

le groupe primitif demande de garantir, moyennant une commission variable, le placement d'une partie de l'émission. Il peut arriver, d'ailleurs, que des émissions soient faites sans l'intermédiaire d'un syndicat de garantie. Certaines Maisons de placement, assurées du succès, se contentent d'adresser une offre de souscription à leurs correspondants qui forment alors un « selling syndicate ».

En fin de compte, ce sont toujours les membres du syndicat, que ce soit un « selling syndicate » ou un « underwriting syndicate », qui placent effectivement les titres soit en les souscrivant eux-mêmes, soit en les faisant souscrire par leurs clients — particuliers, banquiers, Compagnies d'assurances, etc... — sollicités par leurs « sales men » (démarcheurs).

Ce système procure-t-il toute satisfaction à l'épargne ? On peut en douter et en Amérique même il donne lieu à de vives critiques. On fait observer assez justement que le petit « Investment Banker » qui, seul, est en rapports suivis avec la masse de la clientèle, ne dispose pas de l'indépendance suffisante pour donner à celle-ci des conseils désintéressés ; à la différence du broker anglais qui, nous l'avons vu, a une personnalité marquée et une grande liberté de décision, il est un simple vassal des grandes Maisons de placement. Il peut sans doute refuser de participer à un syndicat qui lui paraît risqué, mais si le fait se renouvelle souvent, il sera délibérément laissé de côté par les Etablissements dont il était le correspondant et n'aura que rarement de nouvelles émissions à offrir à ses clients ; ceux-ci l'abandonneront pour courir aux guichets mieux achalandés de confrères moins scrupuleux mais plus habiles qui sauront mettre en relief les qualités des titres dont ils ont un gros paquet à liquider.

La bonne ou la mauvaise direction imprimée au

capital privé dépend donc, presque uniquement, de quelques grandes firmes dont la surface est certes considérable et qui n'agissent pas à la légère, faisant examiner par des ingénieurs et des experts comptables qualifiés la situation des entreprises qui viennent demander leur concours, — mais sujettes néanmoins à des erreurs d'autant plus fâcheuses, dans l'espèce, qu'elles se répercutent sur un public plus nombreux.

C'est dire le degré de responsabilité qui leur incombe et dont il n'est pas étonnant qu'elles aient cherché à se décharger dans la mesure du possible.

Or il se trouve que les sociétés du type « Investment Trust » se prêtent — trop facilement sans doute — au rôle de « tampon » ou d'« amortisseur » entre les Etablissements émetteurs et l'épargne privée. Supposons, en effet, qu'un Investment Banker ait placé directement dans le public un paquet de titres dont, pour une raison ou pour une autre — déconfiture de la Société emprunteuse, crise économique, sinistre — le service soit un beau jour suspendu ; il sera en butte aux reproches véhéments de ses clients qui peut-être (et sûrement si le fait se renouvelle) lui retireront leur confiance. Si, au contraire, cette émission avait été absorbée par un Investment Trust, l'événement défavorable serait passé presque complètement inaperçu (1) ; le risque, au lieu de se répartir entre les seuls souscripteurs, se serait émietté sur tous les participants du Trust.

Du point de vue des « Investment Bankers » les

(1) Certains « management contracts » (contrats pour la gestion du portefeuille) passés entre des Investment Bankers et des Investment Trusts interdisent à l'Investment Banker de céder des valeurs qui seraient dans son portefeuille depuis une période donnée, 5 jours par exemple. C'est une disposition destinée à éviter que le Trust ne puisse devenir le réceptacle de toutes les émissions ratées.

titres d'Investment Trusts constituent donc, une fois l'éducation du public faite, le type des valeurs d'écoulement facile et procurant un minimum de soucis aux établissements émetteurs.

Cela explique que la plupart des Investment Trusts américains bénéficient du patronage — plus ou moins apparent — soit des grandes banques de placement, soit des banques commerciales, soit des « Trust Companys ». Est-ce un bien ou un mal ?

Nous avons vu qu'en Grande-Bretagne, les Trusts jouissaient d'une complète autonomie vis-à-vis des puissances bancaires et que cette situation présentait d'incontestables avantages. En ce qui concerne les Etats-Unis où le mouvement est d'origine très récente, il est impossible de porter un jugement définitif. Certes, l'ingérence des banques dans les affaires des Sociétés de placement y présente certains risques ; toutefois, l'on peut dire à coup sûr que, sans l'intervention des Investment Bankers, la diffusion de leurs titres n'aurait pu s'effectuer qu'à un rythme très ralenti, si même elle n'avait été définitivement compromise.

E) *Frais d'émission et de premier établissement.*

Nous avons constaté chez les Investment Trusts britanniques la modicité des frais d'émission et de premier établissement, qui, rarement, dépassent 3 % du capital.

Aux Etats-Unis, ces frais sont sensiblement plus élevés, ce qui tient, d'une part à l'organisation du marché américain où toute émission de titres est onéreuse et, d'autre part, aux réels efforts de publicité qu'il a fallu faire pour acclimater le public à une forme d'entreprises qu'il ne connaissait pas.

Il est assez délicat d'établir une moyenne pour

les frais d'émission des Investment Trusts en Amérique, car il y a des différences considérables suivant que la Société émettrice est de réputation solidement assise ou, au contraire, peu connue, suivant qu'elle possède sa propre organisation de ventes ou qu'elle a recours à un « Selling group », suivant que l'émission est considérable ou peu importante, etc...

M. Ottinger, dans son rapport déjà cité, indique quelques-uns des écarts qu'il a été même de constater chez certaines Sociétés entre les fonds versés par les souscripteurs et ceux réellement consacrés à l'acquisition de valeurs :

International Securities Corporation	5 %
Second International Securities Corporation .	5 %
First Investment Company, Concord, N. H. .	10 %
Financial Investing Company.	6 3/4 %
Bankers Securities Trust	20 %
Mutual Investment Trust.	6 %
Incorporated Investors.	5 %
Massachusetts Investors	6 3/4 %

D'autre part, la réglementation californienne que nous examinerons avec quelque détail plus loin autorise un maximum de 10 % ; ce chiffre paraît considérable, mais, de l'avis des auteurs, il est tout à fait « en harmonie avec le taux habituel des frais de distribution de titres en Amérique » (1).

L'amortissement des frais d'émission et de premier établissement peut s'effectuer de différentes manières :

a) Beaucoup de Sociétés y affectent chaque année une partie de leurs bénéfices : les frais d'émission figurent alors à l'actif du bilan parmi les « comptes à amortir » et pour un montant progressivement décroissant.

(1) *Investment Trusts American Experience*, Dr. Steiner.

b) D'autres procèdent à un amortissement massif, par prélèvement sur les réserves déjà constituées.

c) Parfois les frais d'émission n'apparaissent pas directement dans les comptes ; cela arrive lorsque tous les titres ont été cédés à un Investment Banker pour un prix inférieur à celui auquel ils seront vendus au public, l'écart représentant toutes les charges de l'émission : commission de placement, publicité, frais d'impression, etc..

F) *Gestion du portefeuille.*

La gestion du portefeuille des Investment Trusts discrétionnaires est assurée par le conseil d'administration (s'il s'agit d'une Corporation) ou les Trustees (s'il s'agit d'un « Common Law Trust »), soit directement, soit par l'intermédiaire d'une Société différente avec laquelle est passé un « management contract » (contrat de gestion), et qui s'engage, moyennant juste rémunération (1), à fournir toutes recommandations utiles pour le placement et le emploi des fonds de la Société.

Dans les deux cas, les règles suivies pour l'emploi des ressources sociales sont celles que fixent les statuts.

I. — *Dispositions* statutaires.*

Les actes constitutifs contiennent souvent des dispositions impératives qui délimitent nettement les modalités de la gestion.

La section 17 des « By Laws » (règlement d'ad-

(1) Voir ci-dessous pour le montant des frais de gestion.

ministration intérieure) du Second International Securities Corporation dispose par exemple que :

a) La Corporation ne s'engagera dans aucuns lancement, direction ou financement d'entreprises et ses opérations — sauf pour garantir des émissions comme il est prévu au paragraphe (g) ci-après — seront limitées au placement et au remploi de ses fonds, surplus et réserves en valeurs mobilières qui, selon l'opinion du conseil d'administration, seront dans l'ensemble facilement négociables.

b) La Corporation possédera à toute époque au moins 400 valeurs différentes.

c) Pas plus de 35 % des ressources totales de la Corporation placées et disponibles pour le placement ne pourront être investis au même moment en valeurs d'un même pays étranger aux Etats-Unis.

d) Pas plus de 20 % des ressources totales de la Corporation placées et disponibles pour le placement ne pourront être investis au même moment en valeurs émises par des Gouvernements, Sociétés ou groupements si ceux-ci et (ou) leurs prédécesseurs n'ont pas été établis au moins trois ans avant que le placement ne soit effectué.

e) Pas plus de 5 % des ressources totales de la Corporation placées et disponibles pour le placement ne pourront être investis, à un moment donné, dans les valeurs d'une même autorité gouvernementale (excepté les Etats-Unis d'Amérique et l'Angleterre), ou d'une même société de placement, de banque ou d'assurance ; pas plus de 3 % des ressources totales de la Corporation ne pourront être investis, à un moment donné, dans des valeurs d'une autre provenance.

f) Pas plus de 25 % des ressources totales de la Corporation placées et disponibles pour le placement ne pourront être investis, à un moment donné, dans des valeurs provenant d'un émetteur compris dans l'une des classes suivantes :

1° Institutions bancaires ;

2° Compagnies d'assurance ;

3° Sociétés de placement ;

4° Compagnies de chemins de fer.

Pas plus de 12 1/2 % des ressources totales de la Corporation placées et disponibles pour le placement ne pourront être investis, à un moment donné, en valeurs provenant d'émetteurs compris dans n'importe quelle autre branche des affaires ou de l'industrie.

g) La Corporation pourra garantir l'émission de valeurs pouvant être choisies comme placement (1) pourvu que, dans le cas de valeurs provenant d'un seul émetteur, la somme des engagements ainsi contractés et du prix d'achat de toutes valeurs de ce même émetteur que la Corporation posséderait éventuellement, ne dépasse pas deux fois le montant du placement que la Corporation est autorisée à faire dans cette catégorie de titres, et en aucun cas 6 % de ses ressources courantes...

...Les engagements totaux de la Corporation par suite de garanties d'émission ne dépasseront, en aucun cas, 20 % de ses ressources courantes...

h) Aucun placement ne sera fait dans des titres provenant d'une même émission, si, à la suite de ce placement, la part de la Corporation dans cette émission dépasse 20 % de son montant global, au pair.

i) Les valeurs du portefeuille, une fois reconnues ne plus convenir au placement, seront vendues dans un délai maximum d'un an.

j) La Corporation ne pourra prêter aucune partie de son actif :

1° A une personne, entreprise, société ou association qui possède ou contrôle la majorité d'une des catégories d'actions de son capital.

2° A une Société ou association dont au moins la majorité d'une des catégories d'actions est possédée ou contrôlée par une personne, entreprise, société ou association visée au 1°.

3° La Corporation ne pourra prêter aucune partie de son actif, sinon contre garantie de titres dont la valeur sur le marché devra dépasser au moins de 25 % le montant global du prêt, au moment où il est consenti.

k) « Les négociations à terme sont strictement prohibées (2) ».

L'article IV, section 5 des By Laws du Joint Investors Incorporated dispose que :

L'actif et les affaires de la Société seront gérés par le conseil

(1) Les statuts de l'International Securities Corporation of America, qui est du même groupe, n'autorisent pas d'opérations de garantie.

(2) Comme dans toutes les affaires du groupe de l'American Founders.

d'administration, qui exercera tous les pouvoirs sauf ceux qui de par la loi ou les présents By Laws seraient exercés autrement... Le conseil d'administration aura le pouvoir, à son absolue discrétion, d'acquérir tous biens ou droits quelconques et de passer tous contrats qu'il jugera avantageux pour la Corporation, ainsi que de fixer le prix à payer pour les dits biens, droits et contrats, et en général, d'exercer tous autres pouvoirs et de faire toutes autres choses qui, de par la loi ou les présents By Laws, ne seraient pas de la compétence exclusive des actionnaires ; toutefois, à aucun moment, le conseil d'administration ne sera autorisé à investir plus de 10 % des ressources du Trust (provenant du capital, du surplus ou des réserves) dans les titres d'une même société, association ou autre organisation, ni plus de 50 % dans des valeurs non cotées officiellement à New-York ou sur une autre place ; ni plus de 20 % dans des valeurs d'origine étrangère aux Etats-Unis.

L'article IX, section 2 des By Laws prévoit que pour toute modification à apporter à ces restrictions, le vote de la majorité des 2/3 des actionnaires (y compris les actionnaires de préférence) sera nécessaire.

La gestion des fonds de la Sterling Securities Corporation est assurée par un « Investment Committee » (Comité de placement) nommé par le conseil d'administration.

Ce Comité a pour président le représentant d'une firme de gérants de portefeuille (Investment Counsels) indépendants de la Société et pour membres deux administrateurs de la Société.

Les seules restrictions que contiennent les statuts de la Société au sujet de l'emploi de ses fonds sont les suivantes :

1° Pas plus de 5 % de l'actif de la Société ne seront placés dans une même catégorie d'actions ou d'autres valeurs, ni dans les titres d'une même société, syndicat, association, trust, entreprise privée ou individuelle...

2° Aucune partie de l'actif de la Société ne sera

placée en valeurs impliquant pour les porteurs une responsabilité illimitée.

3^o Aucune partie de l'actif de la Société ne sera placée dans des valeurs en vue d'acquérir la majorité ou le contrôle de sociétés, syndicats, associations, trusts, entreprises privées ou individuelles.

Souvent les restrictions portent sur la valeur d'inventaire minima que doivent présenter, par rapport au cours d'acquisition, les titres mis en portefeuille. C'est ainsi que les « By Laws » de la Standard International Securities Corporation disposent que 80 % au moins des placements de la Société en valeurs de chemins de fer ou industrielles doivent, au moment de l'acquisition, avoir les valeurs comptables suivantes : a) obligations : 150 % ou plus du cours d'achat ; b) actions de préférence : 125 % ou plus ; c) actions ordinaires : 100 % ou plus.

Parfois elles concernent le chiffre minimum de valeurs à revenu fixe (40 % du total des placements chez l'Atlantic and Pacific International Corporation), ou de valeurs différentes (400 chez les sociétés du groupe de l'American Founders, un montant variable suivant l'importance du capital chez l'Atlantic and Pacific International Corporation) que la Société doit avoir en portefeuille...

Elles revêtent donc les formes les plus variées et chez certaines sociétés ont un caractère de méticulosité tel que l'on reste un peu sceptique sur la rigueur de leur application.

A l'opposé, d'autres sociétés laissent à leur conseil une complète liberté en ce qui concerne le choix et la répartition des placements.

C'est ainsi que les « Certificates of incorporation » et les « By Laws » de l'American British and Continental Corporation et de l'American and Scottish

Investment Company ne contiennent aucun article qui limite les pouvoirs des administrateurs.

La section IV de l'article III des By Laws de l'American British and Continental Corporation dispose en effet que : le conseil d'administration aura la direction générale des affaires, des propriétés et des opérations de la Corporation et pourra adopter tels règles et règlements dans ce but ainsi que pour la tenue de ses réunions, qu'il le jugera opportun.

Plus brièvement encore, l'article 12 des By Laws de l'American and Scottish Investment Company dit que les propriétés et les affaires de la Corporation seront dirigées par le conseil d'administration, composé de neuf membres. Les administrateurs n'auront pas besoin d'être actionnaires.

En ce qui concerne les Investment Trusts constitués sous la forme de « Common Law Trust », leurs actes constitutifs accordent généralement aux Trustees les pouvoirs les plus absolus :

La « Declaration of Trust » du Shawmut Bank Investment Trust dispose notamment dans son article II que l'intention du présent acte est que les Trustees aient une complète liberté dans le choix des placements et des emplois. Aucun placement ou emploi ne sera estimé inopportun en raison de son caractère spéculatif ou parce qu'une plus grande proportion de l'actif du Trust y est investie qu'il n'est d'usage pour des Trustees de le faire, ou en raison d'un intérêt direct ou indirect qu'un des Trustees, ou un participant ou bénéficiaire, ou la National Shawmut Bank of Boston, ou la Shawmut Corporation of Boston, ou l'un de leurs administrateurs ou directeurs pourrait y avoir, ou en raison des profits que l'un ou plusieurs d'entre eux pourrait en retirer.

Il est difficile de donner davantage carte blanche et n'était le grand prestige qui s'attache au nom de la National Shawmut Bank of Boston, on pourrait presque qualifier l'organisme qu'elle a créé de « Blind Pool » (groupement aveugle).

II. — *Politique de placement.*

Bien que le cadre fixé par les statuts aux initiatives de la direction soit plus ou moins rigide selon les Sociétés, leur politique de placement s'inspire toujours de certains principes généraux au premier rang desquels figurent la division des risques et les remaniements constants du portefeuille ; sur d'autres points, au contraire, l'accord ne s'est pas encore réalisé ; il en est ainsi, par exemple, pour ce qui est de la publicité du portefeuille.

a) *Division des risques.*

Elle peut être envisagée au triple point de vue de la répartition par industrie, par nature de titres et géographique.

1^o *Par industrie.*

La grande majorité des Trusts discrétionnaires suit des règles analogues pour la répartition industrielle (1) ; les grands compartiments comme les chemins de fer, les entreprises de services publics, les banques, les assurances donnent lieu à des pourcentages assez élevés (qui vont parfois jusqu'à 25 et 30 %) et les autres à des pourcentages moindres (de 5 à 15 %).

(1) Il y a pourtant des Trusts spécialisés dans un compartiment industriel délimité, principalement dans le domaine des services publics (eau, gaz, électricité) ; citons notamment l'Electric Investors, Inc., l'American Superpower Corporation ; le départ entre ces Trusts spécialisés et les holding n'est pas toujours aisé à faire.

Voici, à titre d'exemple, la composition du portefeuille de quelques Trusts caractéristiques :

American and Scottish Investment Cy (au 31-12-1928).

	%
Entreprises d'utilité publique et chemins de fer	38,79
Valeurs industrielles	24,94
Fonds d'Etat et de Municipalités	4,35
Valeurs d'Investment Trusts	11,70
Valeurs immobilières	15,88
Prêts à court terme	4,34
	100,00

First Investment Cy of New Hampshire (au 31-12-1928)

Caisse	23,8 %
Chemins de fer	13,8
Pétrole	11,9
Entreprises de construction	8
Entreprises de services publics	6,2
Produits alimentaires	6
Métallurgie	5,5
Cuivre	5,
Industrie chimique	4
Banques	2,4
Tabac	2
Automobiles	1,5
Charbons	1,5
Accessoires d'automobiles	1,4
Divers	7

Sterling Securities Corporation (au 31-12-1928).

Caisse	37 %
Chemins de fer	6
Valeurs de services publics	14
Valeurs industrielles diverses	43

American Founders Corporation (au 31-12-1928).

Valeurs gouvernementales et municipales	9,449%
Transports	3,207
Services d'utilité publique	9,188
Entreprises industrielles	15,518

Banques hypothécaires	3,601 %
Banques ordinaires et Trust Cies.	7,275
Compagnies d'assurances	0,960
Organisations de placement	9,970
Nitrates.	0,735
Pétrole.	2,094
Charbon	1,863
Minéraux divers.	5,282
Caoutchouc.	4,248
American Founders Office Building, Inc.	1,652
Caisse	24,958
	100,000

2^o *Par nature de titres.*

Le plus grand nombre des Trusts discrétionnaires ayant eux-mêmes en circulation plusieurs sortes de titres fractionnent leur portefeuille en actions ordinaires, actions de préférence et obligations. Il serait, en effet, incompréhensible qu'une Société ayant des titres à revenu fixe à rémunérer investisse toutes ses ressources ou même la plus grosse partie en valeurs à revenu variable. Cela n'est possible qu'aux Trusts qui n'ont émis que des actions ordinaires (type Massachusetts Investors Trust).

L'American Founders Corporation a son portefeuille ainsi composé (au 30 novembre 1928) :

	en %
Espèces.	24,958
Obligations	21,917
Actions de préférence	10,274
Actions ordinaires	42,851

On voit de quelle faveur jouissent les actions ordinaires qui représentent environ 57 % des placements en titres, proportion beaucoup plus forte que celle que l'on rencontre chez la plupart des Trusts britanniques.

L'International Securities Corporation, qui est du même groupe, présente la décomposition de son portefeuille sous une forme plus détaillée indiquant, à l'intérieur de chacun des compartiments, la répartition par industries.

3^o Répartition géographique.

L'internationalisation des placements n'est pas appliquée d'une manière aussi générale qu'en Grande-Bretagne. Beaucoup de Trusts américains ne détiennent que des valeurs indigènes, ou s'ils possèdent des valeurs étrangères, c'est en très petit nombre. Et cela se comprend dans une certaine mesure; les Etats-Unis constituent un territoire immense dont, non seulement les ressources sont très variées, mais où l'on rencontre, selon les régions, des conditions géologiques et climatiques, des régimes hydrographiques et culturels absolument différents. Il est donc possible au capital américain d'effectuer à l'intérieur des frontières des placements dans des zones assez dissemblables pour que la sécurité moyenne obtenue soit suffisante.

Certes, l'on sacrifie alors les avantages qu'il y a à investir des fonds dans des pays où les valeurs sont, par suite de circonstances diverses, injustement dépréciées, et à liquider, au contraire, ses participations là où une hausse boursière prolongée a réduit la marge du bénéfice probable... Par contre, on évite les frais élevés de l'entretien des services techniques et statistiques qui sont nécessaires lorsque l'on étend au monde entier son champ d'activité.

Seuls, les grands groupes peuvent se permettre cet entretien qui constitue un luxe, mais seuls, également, ils sont outillés pour répartir efficace-

ment leur portefeuille sur un plan international. Parmi eux, c'est l'American Founders Corporation (qui « manage » le portefeuille des Sociétés affiliées, comme l'International Securities Corporation of America, la Second International Securities Corporation of America, l'United States and British International Company, Ltd, l'American and General Securities Corporation) qui paraît posséder, à cet égard, l'organisation la plus complète. Les extraits suivants tirés d'une brochure éditée en mars 1929 par MM. Harris, Forbes and Co, donneront une idée du soin avec lequel sont précisées les fonctions des divers services de direction et d'études.

Le but poursuivi par l'American Founders Trust depuis sept ans a été l'établissement d'une organisation capable de choisir de bons placements dans tous les pays les plus stables du monde, et d'effectuer ces placements, lorsque les prix sont relativement bas par suite de causes monétaires, politiques, économiques ou autres.

Les directeurs et membres de la direction ont été pour la plupart recrutés dans des institutions indigènes ou étrangères, principalement dans des « Investment Houses » (maisons de placement) et possèdent une longue expérience des marchés des valeurs.

Les opérations de placement des Sociétés affiliées sont sous le contrôle direct de leurs comités exécutifs respectifs. Le service des placements (Investment Department) de l'American Founders Corporation, sous la direction du Comité des Placements du conseil d'administration, recommande achats et ventes des valeurs et sur l'ordre exprès du Comité exécutif intéressé, exécute les transactions.

Les conseils d'administration, à leurs séances régulières, ont l'habitude de passer en revue tous les achats et toutes les ventes effectués, comparant les prix d'achat et les prix sur le marché et vérifiant la conformité des opérations aux stipulations statutaires. En outre, les administrateurs, individuellement, exercent une surveillance active des placements.

Un Service Économique (Economics Department), composé d'économistes et de statisticiens expérimentés, tient à jour des statistiques pour les divers pays, pour les industries

de ces pays et pour les industries considérées dans leur situation internationale ; il suit les cours des principales devises mondiales. Les économistes font des études détaillées et des rapports sur diverses questions. Des facteurs comme les taux d'intérêt, les rendements des valeurs, les conditions politiques et commerciales, les prix des produits sont soigneusement examinés. Lorsqu'un marché de valeurs ou une industrie quelconque présente des prix comparativement élevés ou faibles, l'attention du « Comité des Placements » s'y porte spécialement.

Des analystes appliquent les conclusions des rapports du service économique aux cas particuliers, de sorte que les réactions des conditions générales sur certaines valeurs déterminées puissent être évaluées. Ils examinent ces valeurs une à une et après élimination de celles qui ne paraissent pas devoir être choisies, le service des placements suggère les prix et les quantités des ventes ou des achats.

Ces suggestions sont transmises en fin de compte aux Comités exécutifs qui les adoptent ou les rejettent.

Après que les valeurs ont été achetées, elles sont continuellement surveillées. Achats et ventes sont examinés tous les jours par le service des placements, et mensuellement par le « Service des Evaluations » (Appraisal Department). Quand des fluctuations de prix, par pays ou par industrie, sont remarquées, l'attention du Service Economique y est attirée en vue d'une enquête sur les causes du mouvement et ses tendances probables. Les participations sont régulièrement vérifiées par pays et par valeur.

Le Service des Evaluations, qui fait des relevés de cours réguliers pour les titres du portefeuille, note spécialement les valeurs qui ont donné lieu à des écarts de cours importants, et classe les placements par pays ou autrement, faisant constater aux administrateurs et aux directeurs de chaque Société affiliée que les stipulations statutaires sont respectées.

Des dossiers de renseignements complets sont tenus à jour sur les valeurs dans lesquelles on a fait ou on compte faire un placement. L'historique et les informations courantes sont résumées sur une fiche principale, de sorte qu'au moyen du dossier et de la fiche le service des placements peut avoir une vue exacte de la situation.

L'American Founders Corporation et ses compagnies affiliées se sont créées des relations bancaires étroites — aussi bien dans le domaine de la Banque commerciale que dans celui de la

Banque de placement — en Amérique et à l'étranger, En plus de ces sources d'informations, l'American Founders a plusieurs membres de sa direction en Europe, à Berlin et à Paris, notamment. L'ouverture d'un bureau à Londres est envisagée pour le courant de l'année 1929.

La répartition géographique du portefeuille de l'American Founders Corporation au 31 décembre 1928 montre quelle application est faite des principes énoncés ci-dessus :

Répartition géographique du portefeuille général.

(Compte non tenu des participations dans les Sociétés affiliées).

	en %
Etats-Unis d'Amérique.	19,251
Empire Britannique	12,917
Amérique centrale et Amérique du Sud.	4,373
Europe Continentale (total).	29,111
dont : Europe septentrionale	3,527
— centrale	17,158
— orientale.	3,394
— méridionale	4,009
— occidentale.	1,023
	29,111
Japon et autres pays d'Asie.	9,390
Total	75,042
Caisse et banques	24,958
	100,000

Ce tableau fait ressortir principalement deux choses : d'abord l'importance relative des participations dans l'Europe centrale : 17,158 %, soit plus de 1/4 du portefeuille global (non compris les liquidités), et ensuite le montant élevé des liquidités, tout près de 25 %.

b) Remaniements du portefeuille.

La politique suivie par les Trusts américains

diffère sensiblement de celle de leurs confrères britanniques ; ceux-ci placent habituellement, nous l'avons vu, « for the long run » (pour une longue période), en tenant surtout compte du rendement des valeurs ; les profits sur réalisations de titres ne sont pas considérés comme revenu mais comme addition au capital et ne servent pas à la distribution de dividendes.

Nom de la Société	Bénéfice global \$	Intérêts dividen- des et divers \$	Pour- cen- tage du bé- néfice global	Profits sur réalisation de titres \$	Pour- cen- tage du bé- néfice global
Sterling Securities Corporation . . .	943.183	539.637	57,1	403.546	42,9
Guardian Investors Corporation . . .	904.325	355.149	39,2	549.176	60,8
American and Scottish Investment Cy	89.488	43.435	48,3	46.053	51,7
American European Securities Cy . . .	2.118.935	471.929	22,2	1.647.006	77,8
Shawmut Bank Investment Trust .	1.338.067	365.584	27,2	972.483	72,8
Joint Investors, Inc. .	135.516	27.761	20	107.755	80
United States and Foreign Securities Corporation	8.611.595	1.938.566	22,5	6.673.029	77,5
American British and Continental Corpor.	1.887.934	626.248	33,1	1.261.686	66,9
General American Investors Co, Inc. . .	2.776.990	575.962	20,7	2.201.028	79,3
Atlantic Securities Corporation . . .	401.081	93.443	23,1	307.638	76,9
Overseas Securities Company	1.497.088	323.407	21,5	1.173.681	78,5
Standard Investing Corporation . . .	1.537.563	580.607	37,7	956.956	62,3

Aux Etats-Unis, il en va tout autrement et les remaniements se font à une cadence beaucoup plus rapide ; c'est qu'aussi ils ne constituent pas seulement un moyen pour acquérir des valeurs d'un

rapport plus avantageux ou d'une sécurité plus grande, mais encore une fin : grâce aux profits qui en dérivent, dans des marchés en pleine effervescence comme le sont les marchés américains depuis quelques années, les comptes de résultats peuvent faire apparaître des bénéfices substantiels qui influent favorablement sur la tenue des actions ordinaires des Investment Trusts.

Le tableau ci-dessus fait ressortir les proportions respectives des profits sur réalisations de titres et des intérêts et dividendes, dans les comptes les plus récents de diverses sociétés.

La part des profits sur réalisations de titres est, on le voit, considérable ; chez toutes les Sociétés comprises dans le tableau — sauf une — elle atteint la moitié des bénéfices ; chez six elle dépasse les $\frac{3}{4}$ et chez une les $\frac{4}{5}$.

On juge combien étroitement la fortune des Investment Trusts paraît liée à la prospérité boursière, ce qui ne laisse pas que d'être un réel élément d'inquiétude pour leur avenir !

c) *Publicité du portefeuille.*

Le degré de publicité donné par les Trusts discrétionnaires à leurs affaires est très variable ; la majorité d'entre eux publie la liste complète de ses placements ou tout au moins la communique sur demande aux actionnaires.

Mais certains, fort considérables, se contentent d'indiquer avec plus ou moins de précision les grandes lignes de leurs participations ; d'autres, enfin, sont moins explicites encore et constatent simplement, dans leurs rapports annuels, que les titres de leur portefeuille sont judicieusement répartis...

Bref, le temps n'a pas accompli son œuvre d'unification. Bien au contraire, d'ardentes polémiques se sont élevées sur la question de savoir si, oui ou non, la publicité était désirable. Les adversaires de la publicité intégrale (c'est-à-dire celle qui comporte la publication de toutes les valeurs du portefeuille avec pour chacune d'elles la quantité des titres possédés) font valoir en premier lieu qu'une liste des valeurs possédées par un Investment Trust ne peut jamais être à jour, les placements donnant lieu à des changements très fréquents ; en outre, beaucoup de titres étrangers sont tout à fait inconnus des capitalistes : leur publication ne les renseignerait donc que médiocrement ; de plus, et c'est peut-être la critique la plus grave que l'on puisse faire à la publicité du portefeuille, elle donne vraiment trop beau jeu à une concurrence déloyale : comment, voilà une Société qui s'entoure d'un état-major de techniciens éminents, recrutés au poids de l'or, mais grâce auxquels elle peut adopter une politique très sage et très avisée, et elle ferait bénéficier tous ses concurrents de recherches et de travaux longs et coûteux ? Ce serait, en vérité, par trop naïf. Enfin, dit-on, beaucoup de participations sont prises à la suite de renseignements de caractère confidentiel obtenus par des administrateurs ou des membres de la direction ; divulguer de telles participations serait, en quelque sorte, manquer au secret professionnel.

Ce sont là des arguments de valeur et qui paraissent difficiles à réfuter. Les nombreux partisans de la publicité, toutefois, font valoir le danger qu'il peut y avoir à laisser la direction d'une Société, si respectable soit-elle, absolument libre de ses mouvements et sans contrôle, en raison surtout de la liquidité exceptionnelle de l'actif qu'elle gère. Les actionnaires d'un Investment Trust qui ne

publie pas la liste de ses placements entrent dans un « blind pool » (groupement aveugle) et peuvent très bien, d'un jour à l'autre, par suite de malversations ou de gestion malheureuse, se trouver complètement ruinés. Si, au contraire, le conseil est statutairement tenu de faire connaître, chaque année, la composition de son portefeuille, ce sera là pour lui un frein salutaire et qui, bon gré mal gré, le maintiendra dans le droit chemin.

A cela, les adversaires de la publicité répliquent que le fait de placer son argent constitue un acte volontaire ; le capitaliste sait, au moment d'acheter des actions d'un Investment Trust déterminé, quel est le degré de publicité que celui-ci donne à ses affaires : il se décide donc en connaissance de cause et généralement parce que le groupe lui inspire confiance ; on ne peut donc parler avec exactitude de « blind pool ».

Quelle est la position prise par les autorités sur cette importante question ? L'attorney général de l'Etat de New-York, dans son rapport sur les Investment Trusts publié en 1927, paraît un adversaire déterminé de la publicité :

Un Investment Trust du type général, dit-il, et spécialement celui qui possède un caractère international, dépense beaucoup d'argent en recherches et en études de bonnes valeurs. Sa liste de placements constitue donc un élément d'actif important, dont la publication profiterait à tous les capitalistes, en général et aux Trusts rivaux, en particulier. Un Investment Trust qui paie, en moyenne, un courtage de 1/2 % sur le montant de son capital pour la gestion et la surveillance de son portefeuille, ne peut être contraint d'en abandonner le bénéfice, ce qui équivaldrait, pour les Sociétés les plus importantes, à un sacrifice gratuit annuel de \$ 200.000 ou même davantage.

C'est dans le conseil d'administration que le public met sa confiance plutôt que dans une liste de valeurs détaillée mais changeante. En conséquence, tant que les banques et les Trusts Cies ne seront pas contraintes de publier des listes

détaillées de leurs participations, il n'est pas raisonnable d'en exiger des Investment Trusts.

Dans tous les cas, les autorités publiques compétentes devraient pouvoir obtenir tous renseignements désirables.

A l'opposé de cette manière de voir, la réglementation californienne, que nous étudierons en détail plus loin, exige l'envoi régulier, aux actionnaires ou participants ainsi qu'aux autorités, de la composition du portefeuille.

L'accord n'est donc pas fait sur ce point et aussi bien dans les milieux privés que dans les sphères officielles des divergences de vue subsistent.

A l'heure actuelle l'on redoute encore assez les méfaits de la politique de « secrecy » (secret) et d' « irresponsible management » (direction irresponsable) pour que beaucoup d'Investment Trusts jugent plus prudent sinon plus habile de faire de leur affaire une « maison de verre » en publiant intégralement leurs participations. Mais que réserve l'avenir ? Si l'on s'en réfère à l'exemple de l'Angleterre, on est amené à croire que lorsque les Sociétés de placement seront complètement acclimatées sur le marché américain, la confiance qu'elles inspireront à l'épargne leur permettra une plus grande discrétion. Il est d'ailleurs possible qu'il faille attendre pour cela une crise qui éliminera les sociétés douteuses et ne laissera subsister que celles dont l'armature sera vraiment solide.

G) *Frais de gestion et dépenses d'administration.*

Nous avons vu plus haut que les frais de gestion et dépenses d'administration des Trusts anglais étaient dans l'ensemble très modestes en raison du groupement, sous une direction unique, de nombreuses sociétés.

Aux Etats-Unis, où la concentration n'est pas aussi avancée, les frais sont généralement plus élevés, soit que les Sociétés assurent elles-mêmes la gérance de leur portefeuille, soit qu'elles la confient à un organisme extérieur. Dans ce dernier cas, qui est peut-être le plus fréquent, la rémunération pour le service rendu prend la forme d'un pourcentage annuel fixé sur les bénéfices obtenus ou sur la valeur globale des capitaux gérés. Quoique la première méthode paraisse plus logique, car elle est seule à tenir réellement compte de l'efficacité de la gestion, la seconde est, comme on le verra ci-dessous, couramment employée.

L'International Securities Corporation of America paye à l'American Founders Corporation pour sa gestion une redevance annuelle de 4 % sur les bénéfices bruts (après impôts).

La Second International Securities Corporation, l'United States and British International Cy, l'American and General Securities Corporation payent à l'American Founders Corporation une redevance annuelle de $\frac{1}{2}$ % de la moyenne des capitaux gérés.

La Sterling Securities Corporation paye à MM. Scudder, Stevens and Clark une redevance de $\frac{1}{48}$ % par mois de la valeur boursière du portefeuille.

La Continental Securities Corporation paie à la J. Henry Schröder Corporation une redevance annuelle de 5 % sur tous les bénéfices nets distribués aux actionnaires, et, à l'expiration du contrat, 5 % des réserves alors existantes.

L'Overseas Securities Co, Inc. paie à MM. Scholle Brothers une redevance annuelle de 10 % sur ses bénéfices nets; en outre, le conseil d'administration reçoit 8 % des dits bénéfices.

Il arrive què, par suite du plan financier adopté, la rémunération de la gestion dérive simplement de

la propriété d'actions ordinaires, sur lesquelles des options ont été données aux groupes fondateurs et à la direction.

Exceptionnellement, il n'est payé aucune redevance, sous quelque forme que ce soit. C'est le cas de la Guardian Investors Corporation : on lit, en effet, dans le rapport pour l'exercice 1928 : Les opérations de la Société ont été conduites avec un minimum de frais, leur montant total ne s'élevant qu'à 0,288 % des capitaux investis. Cela est dû, en grande partie, à ce que la Société a pu disposer, sans bourse délier, de l'organisation des services de MM. John Nickerson and Co Inc., dont plusieurs membres ont consacré tout leur temps à la Guardian Investors Corporation. La direction de MM. John Nickerson and Co n'a perçu aucun droit pour ses services ; et elle ne possède aucune option pour l'acquisition d'actions ordinaires.

Ces quelques exemples suffisent à donner une idée de l'ordre de grandeur moyen des frais de gestion chez les Investment Trusts américains.

En résumé, l'on peut dire que lorsque les frais sont basés sur le montant des capitaux gérés, ils atteignent de $\frac{1}{2}$ à 1 % ; quand c'est, au contraire, le bénéfice réalisé qui est pris comme point de départ, on rencontre couramment des taux de 5 à 10 %.

Il n'est, au surplus, pas du tout impossible que ces taux diminuent dans une assez sensible mesure à l'avenir, l'expérience ayant démontré qu'ils variaient généralement en raison inverse de l'importance des capitaux engagés.

H) *Bilans et comptes de profits et pertes.*

Nous examinerons, ci-après, les bilans et comptes de profits et pertes de quelques Sociétés représentatives, afin d'avoir une idée des méthodes comp-

tables les plus couramment employées notamment pour l'évaluation des valeurs du portefeuille, la constitution des réserves, l'établissement des bénéfices et la répartition des dividendes :

*Bilan au 30 novembre 1928 de l'International
Securities Corporation of America.
(en 1000 dollars).*

Actif.

Valeurs du portefeuille (au prix d'achat déduction faite de la réserve de portefeuille) :

Déposées chez un Trustee en garantie des obligations-or gagées	1.209	
Déposées chez un Trustee pour fonds de réserve d'intérêt des obligations gagées. . .	354	
Libres	52.606	
		54.169
Dépôts en banque	938	
Prêts au jour le jour	9.200	10.138
Valeurs vendues non livrées		937
Intérêts à recevoir et sommes en recouvrement		877
Mobilier et matériel (moins réserve). . . .		3
Prime de remboursement des obligations non amorties	2.840	
Frais d'organisation et de financement. . .	109	2.949
		69.073

Passif.

Capital social :

de préférence cumulatif :

autorisé : 250.000 act. de \$. 100
soit \$. 25.000.000.

Emis et en circulation :

114 act. de la série 7 % . . .	12	
174.793 — 6 % . . .	17.479	
64.331 — 6 1/2 % . . .	6.433	23.924

Ordinaire :

Classe A autorisé : 900.000 act. sans valeur nominale. Emis et en circulation :		
341.859 actions	6.325	
Classe B autorisé : 600.000 actions sans valeur nominale. Emis et en circulation :		
600.000 actions	2.222	
		32.471

Dette obligataire :

Oblig. or gagées de l'International Securities Trust of America, en circulation :		
Série B, 6 %	706	
— C, 6%	163	
— D, 5 %	37	
— E, 5 %	79	985
Oblig. « Debentures » 5 %	31.000	31.985

Passif exigible à court terme :

Impôts à payer	422	
Frais de gestion du portefeuille et dépenses diverses à payer	124	
Valeurs achetées et non livrées.	121	667

Surplus et bénéfices non répartis :

Réserve de capital	491	
Prime sur act. de préférence vendues et retirées	191	
Fonds de réserve d'intérêt des obligations gagées	268	
Fonds de réserve de dividende des act. de préférence.	684	
	1.634	
Bénéfices non répartis.	2.316	3.950
		69.073

A l'actif, les titres du portefeuille sont inscrits, selon le principe britannique, pour leur prix d'achat, mais déduction faite de la « réserve de portefeuille », sur le montant de laquelle on ne possède d'ailleurs pas d'indication ; il est indiqué en note que la va-

leur sur le marché du portefeuille est supérieure au prix pour lequel il est porté sur les livres.

L'actif disponible est élevé, dépassant 10 millions de dollars.

Les comptes à amortir figurent pour près de 3 millions de dollars.

Au passif, le capital-actions s'inscrit pour 32.471.000 dollars, et le capital obligataire pour 31.985.000 \$ environ; l'ensemble des réserves apparentes ne figure que pour 3.950.000 dollars, ce qui paraît faible par rapport au capital, surtout si l'on tient compte de ce que près d'un million de dollars de ces réserves a, d'après les statuts, une affectation spéciale.

Passons au compte de Résultats : il se présente sous la forme suivante (en 1.000 dollars) :

Recettes brutes :		
Intérêts, dividendes et bénéfices sur réalisations de titres		6.082
A déduire :		
Frais de gestion	224	
Dépenses diverses	153	377
		<u>5.705</u>
A déduire :		
Intérêt des bons et obligations (y compris l'amortissement de la prime de remboursement)	1.537	
		<u>4.168</u>
A déduire :		
Impôts payés et à payer :		
Impôts divers	16	
Impôts à l'étranger	102	
Income Tax fédéral	378	496
		<u>3.672</u>
Bénéfice net		1.382
Dividendes payés sur actions de préférence.		<u>2.290</u>
A ajouter :		
Réduction de la réserve pour intérêt des obligations gagées, par suite du remboursement de certains bons	147	
		<u>2.437</u>

Affectation à la réserve de dividende des actions de préférence.	305
Solde à répartir.	2.132
Dividende aux actions ordinaires « A ».	744
	1.388
Dividende aux actions ordinaires « B ».	300
Solde transféré aux bénéfices non répartis.	1.088

On voit que les profits sur réalisations de titres, contrairement à la coutume anglaise, sont incorporés au compte de profits et pertes avec les bénéfices provenant d'intérêts et dividendes.

Le rapport pour l'exercice 1927-28 fournit les renseignements statistiques suivants sur la répartition de ces bénéfices :

Au cours de l'année financière considérée, l'intérêt sur les bons et obligations ainsi que l'amortissement de la prime de remboursement ont été gagnés 3,63 fois (avant déduction de l'Income Tax fédéral) et 3,38 fois (après déduction de l'Income Tax fédéral).

Le dividende des actions de préférence a été gagné 2,65 fois. Le nombre moyen des actions ordinaires « A » en circulation pendant l'année s'est élevé à 335.520. Le dividende des actions « A » soit \$ 2,20 par titre a été gagné comme suit (en considérant tous les bénéfices allant aux actions ordinaires comme disponibles pour le dividende de la classe A) :

3,07 fois (avant déduction de la réserve de dividende des actions de préférence).

2,86 fois (après déduction de la réserve de dividende des actions de préférence).

Le nombre des actions ordinaires « B » en circulation pendant l'année s'est élevé à 600.000 et leur dividende de \$ 0,50, a été gagné — après paiement de \$ 2 par titre aux actions ordinaires « A » — comme suit :

5,37 fois (avant déduction de la réserve de dividende des actions de préférence).

4,85 fois (après déduction de la réserve de dividende des actions de préférence).

La somme gagnée par action « A » sur le nombre moyen de titres en circulation pendant l'année (le solde à répartir étant entièrement disponible pour le paiement d'un divi-

dende de \$ 2 sur les actions « A » s'est élevée à \$. 6,82 (avant déduction de la réserve de dividende des actions de préférence) et \$ 6,35 (après déduction de la même réserve).

La somme gagnée par action « B », après paiement du dividende de 2 dollars par action « A » (le solde restant étant disponible pour le premier dividende de \$ 0,50 aux actions « B »), s'est élevée à \$. 2,68 (avant déduction de la réserve de dividende des act. de préf.) et \$ 2,42 (après déduction de la même réserve).

Les sommes gagnées sont indiquées avant et après affectation à la réserve pour dividende des actions de préférence, car cette réserve ne constitue pas un décaissement, mais est simplement mise de côté, et reste dans les ressources de la Société. Le pouvoir de gain (earning power) des actions ordinaires est clairement établi en l'indiquant avant et après affectation à cette réserve.

Le rapport des bénéfices bruts au capital actions et obligations en circulation, qui s'élève à \$ 56.600.000, a été de 10,74 %. Le rapport des bénéfices nets au capital actions ordinaires a été de 24,19 %.

Les bénéfices, non compris les profits réalisés sur ventes de titres, ont été supérieurs à l'intérêt des bons et obligations, aux frais généraux, impôts et dividendes de préférence réunis.

Le rapport des frais d'exploitation au capital actions et obligations a décru pendant 1928, par comparaison avec 1927, de 8/10 % à 7/10 %.

Les précisions fournies par ce rapport sont suffisantes pour satisfaire la majorité des actionnaires.

L'une des indications les plus caractéristiques est celle de l'avant-dernier paragraphe ; il faut déduire de son contenu que si les bénéfices provenant d'intérêts et de dividendes ont été suffisants pour toutes les charges fixes, ils n'ont pas, cependant, été assez élevés pour permettre le paiement des dividendes ordinaires ; on a été obligé de faire appel — dans quelle mesure ? — aux profits sur réalisations de titres qui, par suite, n'ont pas été entièrement affectés aux réserves... on touche du doigt la différence fondamentale des méthodes

comptables américaine et anglaise; la fragilité du système américain apparaît en pleine lumière, car il peut très bien arriver qu'au cours d'une période de dépression boursière, aucun bénéfice de portefeuille ne puisse être réalisé. Comment alors paiera-t-on les dividendes ordinaires? Il y a là un élément possible de déséquilibre assez regrettable.

Bilan au 31 décembre 1928 de la Sterling Securities

Corporation.

(Premier bilan publié par la Société)

(en 1.000 dollars).

Actif.

Espèces en caisse et prêts à vue	5.995
Intérêts et divers à recevoir	93
Portefeuille au prix d'achat (valeur sur le marché : \$ 12.441.684,50)	10.562
Frais payés d'avance	2
	<u>16.652</u>

Passif.

Comptes à payer	14
Impôts à payer	84
Réserve pour dividende des actions de préférence	83

Capital social et réserves :

Capital :

Act. de préf. cumul. 5 1/2 % (+ 1/2% de de super-dividende non cumulatif, si les bénéfices le permettent).	
Autorisées et émises : 500.000 act. de \$ 20 .	10.000
Act. ord. classe A participantes (ayant droit à un dividende non cumulatif de \$ 0,84 et remboursables en cas de liqui- dation à \$ 12 minimum).	
Autorisées : 1.250.000 act. sans valeur nominale.	
Émises : 500.000 act. sans valeur nominale .	3.000
ACTIONS ordinaires classe B.	
Autorisées : 300.000 act. sans valeur nominale.	
Émises : 263.797 act. sans valeur nominale.	

Le produit de l'émission — moins les frais de premier établissement — est incorporé dans la réserve de capital	3.071	
Réserve de capital	401	16.472
Profits et pertes		16.653

A l'actif, le portefeuille figure pour son prix d'achat ; mais on indique, en outre, les cours sur le marché à la date de clôture de l'exercice, ce qui permet de connaître exactement la plus-value enregistrée.

Les liquidités sont très importantes, atteignant plus du 1/3 des ressources totales.

Au passif, le poste qui attire l'attention est la réserve de capital qui figure pour \$ 3.071.000. Comment cette réserve a-t-elle été constituée ? D'après des indications officielles, elle a reçu d'abord une partie du produit de la souscription aux actions ordinaires « A » ; ces actions ont été émises au prix minimum de \$. 12, — par titre, soit pour 500.000 titres : \$ 6.000.000, et figurent au poste « Capital » pour \$ 3.000.000 seulement ; le surplus a été transféré à la réserve de capital ; celle-ci a reçu, en outre, le produit de la souscription en espèces des actions ordinaires B, dont on a retranché les frais de premier établissement. C'est là un procédé comptable assez curieux, qui s'explique par le fait que tandis que les actions A ont été placées dans le public, les actions B ont été réservées à la direction, aux fondateurs, aux membres du « Comité des Placements » et à d'autres officiels. Ce sont donc des actions d'apport qui n'ont été souscrites en espèces que pour une assez faible portion, suffisante pourtant pour couvrir — et au delà — les frais de premier établissement. Elles ne participent aux bénéfices qu'après les actions de préférence et les

actions ordinaires A, mais en cas de liquidation, elles ont droit à 1/4 du solde de l'actif après remboursement des actions de préférence et paiement de 12 dollars par titre aux actions ordinaires A.

Le compte de profits et pertes au 31 décembre 1928 est ainsi présenté (en 1.000 dollars) :

Intérêts et dividendes	540	
Profits sur réalisations de titres.	403	
Bénéfice brut.	943	
- A déduire :		
Frais généraux	70	
Impôts à payer.	83	153
Bénéfice net	790	
A déduire :		
Dividende des act. de préf.	389	
Surplus (transféré à la réserve)	401	

Contrairement à ce que nous avons constaté pour l'International Corporation of America, la part des bénéfices provenant de réalisations de titres est indiquée séparément.

Les bénéfices nets pour la période de 7 mois pendant laquelle la Société a eu la pleine disposition de son capital ont représenté 8,46 % dudit capital.

Bilan au 31 décembre 1928.
du Massachusetts Investors Trust.
(en 1.000 dollars)

<i>Actif.</i>	
Portefeuille titres (au prix d'achat).	6.131
Prêts à vue	1.500
Espèces en caisse.	162
	<u>7.793</u>
<i>Passif.</i>	
Capital social : 218.781 act. (sans valeur nom.). . .	7.513
Réserves accumulées	156
Bénéfices non répartis.	65
Provision pour impôts à payer.	59
	<u>7.793</u>

Détail des Réserves (en 1.000 \$)

Réserves accumulées au 1 ^{er} janvier 1928	38
Bénéfices transférés aux réserves en 1928	8
Profit net sur réalisations de titres en 1928	237
	<u>283</u>

A déduire :

Dividende extraordinaire 22 mai 1928	95
Transfert à la réserve pour impôt sur bénéfices de capital	32
	<u>127</u>
Réserves accumulées au 31 décembre 1928	<u>156</u>

Appréciation du portefeuille titres (en 1.000 \$)

Valeur du portefeuille d'après les cours en Bourse au 31 décembre 1928	11.001
Capital versé au 31 décembre 1928	7.513
	<u>3.488</u>
Plus-value	<u>3.488</u>

Compte de profits et pertes (en 1.000 \$)

Bénéfices bruts (à l'exclusion des profits sur réalisations de titres).

Dividendes sur valeurs du portefeuille	332
Intérêt des prêts à vue	59
Vente de dividendes-actions reçus au lieu d'espèces	24
Intérêt des dépôts en Banque	4
	<u>419</u>

Frais.

Rémunération des Trustees	23
Service financier	4
Impression et fournitures	1
Divers	1
Provision pour impôts à payer	27
	<u>56</u>
Balance	363
Sommes transférées aux réserves	8
Solde disponible pour dividendes	355
Bénéfices non répartis au 1 ^{er} janvier 1928	41
Dividendes reçus sur actions Massachusetts Investors Trust vendues	11
	<u>407</u>

Dividendes payés (non compris le dividende extraordinaire payé en mai 1928 sur les réserves)	342
Bénéfices non répartis (au 31 décembre 1928).	<u>65</u>

Il semble, à première vue, que la Massachusetts Investors Trust suive fidèlement, pour la répartition des bénéfices, l'exemple anglais; au compte de profits et pertes ne figurent, en effet, que les bénéfices ayant un caractère normal et permanent, et seuls ils servent à la distribution des dividendes ordinaires; les profits sur réalisations de titres, d'autre part, sont portés aux réserves.

...Mais l'analogie s'arrête là, car une partie de ces réserves a servi à distribuer aux actions un dividende extraordinaire en espèces, et l'intention des Trustees est de poursuivre cette politique, quoiqu'à vrai dire, sous une forme un peu différente; le rapport sur l'exercice 1928 contient à ce sujet les renseignements suivants :

Pendant l'année 1929, les Trustees paieront des dividendes trimestriels représentant les bénéfices nets — exception faite des profits sur réalisations de titres — et au lieu de payer un dividende extraordinaire en espèces sur ces profits, ils paieront deux fois par an des dividendes en actions de 1 % (1).

La politique de distribuer des dividendes en actions a été adoptée parce que beaucoup des actions ordinaires possédées par le Trust sont d'un rendement inférieur à celui d'autres placements en obligations ou actions de préférence, et par suite les dividendes en espèces encaissés par le Trust sont moindres que ceux qu'il recevrait de tels placements. Par ailleurs, comme les Trustees ont pris des intérêts dans des affaires de premier ordre, il y a eu jusqu'ici — et les Trustees sont convaincus qu'il continuera à y avoir — une substantielle appréciation dans la valeur sur le marché de l'actif du Trust.

(1) Cette pratique est plus conforme aux dispositions statutaires qui précisent que « les profits découlant de réalisations de titres, de vente de droits de souscription et de dividendes en actions seront considérés comme du capital et non comme des revenus disponibles pour les dividendes ».

Bilan au 31 décembre 1928

de l'United States and Foreign Securities Corporation.

(en 1.000 \$)

Actif.

Espèces en caisse.	172
Avances, prêts et intérêts à recevoir	840
Portefeuille titres.	42.317
Versements en retard sur act. de préférence	6
	<u>43.335</u>

Passif.

Créditeurs divers.	1
Provision pour income tax fédéral.	809
Réserve pour éventualités.	200

Capital :

1 ^{re} préférence 250.000 act.	25.000
2 ^e — 50.000 act.	50
Réserve générale :	
(Constituée par prélèvement sur les \$ 5.000.000 versés en espèces par les actionnaires de 2 ^e préf.)	4.950
Ordinaires. 1.000.000 d'actions	<u>100</u>
	30.100

Réserves :

Réserves au 31 décembre 1927	6.369
Bénéfice net (déduction faite de l'income tax).	<u>7.653</u>
	14.022
A déduire dividendes payés :	
1 ^{re} préférence	1.497
2 ^e —	<u>300</u>
	1.797
	<u>12.225</u>
	<u>43.335</u>

Résumé du compte de profits et pertes.

(en 1.000 \$)

Intérêts et dividendes reçus moins intérêts payés	1.939
Profits sur réalisations de titres.	<u>6.673</u>
	8.612
Frais généraux	<u>144</u>
	8.468
Réserve pour income tax fédéral	<u>825</u>
Bénéfice net de l'exercice.	<u>7.653</u>

A l'actif, le portefeuille titres représente le seul poste important ; aucune indication n'est fournie dans le Rapport sur la méthode suivie pour l'évaluation des titres ; toutefois, comme la liste des participations est publiée, avec pour chacune d'elles son importance numérique, il est facile, presque tous les titres étant cotés officiellement, d'estimer la valeur globale du portefeuille. Les liquidités, d'autre part, paraissent faibles, s'élevant à peine à un million de dollars sur un bilan total de plus de 43 millions.

Au passif, le capital figure pour \$ 30.100.000 ; il comprend une rubrique spéciale « Réserve générale » constituée par prélèvement sur les versements des actionnaires de deuxième préférence et qui ne peut pas être considérée, à proprement parler, comme une réserve. Les réserves et surplus s'élèvent à plus de 12 millions de dollars, ce qui révèle une forte situation financière, due principalement à la politique très prudente suivie par la Société ; celle-ci, en effet, n'a pas encore distribué de dividende à ses actions ordinaires, malgré les bénéfices substantiels qui apparaissent au compte de profits et pertes pour \$ 7.652.887. Ils proviennent, à vrai dire, en grande partie de profits sur réalisations de titres ; cependant, le rapport signale que « les dividendes sur actions de première et « seconde préférence ont été plus que couverts « par les revenus provenant des intérêts et dividendes touchés sur les valeurs du portefeuille. »

L'examen de ces quelques bilans permet de constater un manque d'uniformité qui rend les généralisations délicates. Que ce soit pour l'évaluation des titres, la constitution des réserves, l'établissement des bénéfices, on se trouve en présence, selon les sociétés, de procédés assez variés. Quel-

ques traits communs peuvent cependant être discernés : *a)* c'est ainsi que les valeurs du portefeuille figurent presque toujours pour leur prix d'achat, avec, en marge, l'indication des plus-values enregistrées par rapport aux cours du moment. La progression boursière continue sur les marchés américains, au cours des dernières années, n'a pas encore mis les Trusts discrétionnaires en présence des difficultés auxquelles se sont heurtés les Trusts britanniques et la question de la dépréciation ne s'est pas encore posée pour eux ; *b)* en ce qui concerne les réserves, elles sont encore dans l'ensemble assez peu élevées, ce qui est dû en grande partie à la date récente de constitution de beaucoup de Sociétés, mais également à ce que les dirigeants de certains Trusts américains n'estiment peut-être pas l'accumulation de très fortes réserves comme aussi essentielle que leurs collègues anglais. Sans aller jusqu'à distribuer les bénéfices « up to the hilt » (jusqu'à la garde), ils ont cependant tendance à considérer que l'appréciation en Bourse du portefeuille titres constitue une couverture suffisante pour parer à toutes éventualités.

C'est là une politique dont les mauvais effets, insensibles en période de hausse boursière, se révéleraient pleinement en temps de crise.

Elle fait disparaître, en tous cas, un des avantages principaux des Sociétés de placement qui, en réinvestissant chaque année une partie des bénéfices réalisés, appliquent en grand la théorie des intérêts composés, seule capable d'assurer la conservation à long terme des capitaux.

c) L'incorporation au compte de profits et pertes des profits sur réalisations de titres est générale chez les Investment Trusts américains ; elle peut s'expliquer par le fait que, contrairement au fisc anglais, le fisc fédéral ne distingue pas, pour l'ap-

plication de l'income tax, entre les bénéfices provenant de dividendes et intérêts encaissés et ceux dérivant de réalisations de titres. Tous les bénéfices, sans exception, sont frappés, quelle que soit leur source. Mais cela suffit-il à justifier la distribution en espèces aux actionnaires de profits, sinon exceptionnels, du moins irréguliers ? En aucune manière, et nous estimons que seule la pratique britannique est prudente et raisonnable.

Accumulation de ces profits sous forme de réserves et, de temps à autre, seulement lorsque les circonstances paraissent favorables, capitalisation par distribution d'actions gratuites, paraît la seule tactique sensée. Plusieurs Investment Trusts américains s'en sont d'ailleurs rendu compte et ont fini par l'adopter.

I) *Impôts.*

Les Investment Trusts discrétionnaires sont soumis en tant que corporations (voir plus haut ce que nous avons dit au sujet des Trusts constitués comme Common law Trusts) aux impôts de l'Etat du domicile de leur siège social et à l'income tax fédéral.

L'imposition locale prend généralement la forme d'une taxe de licence (Franchise Tax) basée soit sur le capital de la société, soit sur le revenu total annuel ; les taux sont très variables suivant les Etats (1).

L'Income Tax fédéral est assis sur le revenu net annuel (taux : 12% du revenu net d'après le Revenu Act de 1928) ; la question de la double imposition

(1) Voir *Le régime des sociétés par actions aux Etats-Unis* (Fernand Braun).

ne se pose pas : 1^o pour les Sociétés, car il est prévu que les sommes reçues par une corporation à titre de dividende, d'une autre corporation, sont pour le calcul du revenu net déduites du revenu brut ; 2^o pour les actionnaires dont les dividendes sont exempts de l'Income Tax fédéral normal et n'entrent en ligne de compte que dans le calcul de la surtaxe qui frappe les personnes physiques.

L'actionnariat dans les titres d'un Investment Trust présente, d'autre part, pour les capitalistes, au point de vue successoral, un gros avantage.

En outre de l'impôt fédéral sur les successions (Federal Estate Tax), il existe, en effet, dans plusieurs Etats, des taxes frappant les successions de personnes non domiciliées à raison des actions de corporations domiciliées qu'elles possèdent. La même succession peut donc être frappée : 1^o de l'impôt fédéral ; 2^o de l'impôt de l'Etat du domicile du *de cuius* ; 3^o des impôts établis dans les Etats où sont domiciliées les diverses sociétés dont le *de cuius* aurait été actionnaire.

La superposition d'impôts peut donc être fort lourde. Si au lieu de posséder des valeurs disséminées dans divers Etats, le *de cuius* avait été simplement actionnaire d'un Investment Trust, sa succession n'aurait pas été soumise à ces diverses taxes, mais seulement à l'une ou au maximum à deux d'entre elles.

J) *Marché des titres.*

Les titres des Investment Trusts discrétionnaires américains ne se négociaient jusqu'à ces derniers temps les uns, peu nombreux, qu'au Curb Market, les autres, la majorité, que sur le marché libre, de la Bourse de New-York. Si quelques-uns étaient

cotés à des bourses locales, comme Boston, Baltimore, Chicago, aucun ne l'était officiellement à New-York. Les autorités du Stock Exchange, en effet, avaient adopté à leur égard une attitude très réservée ; la prudence qu'elles observent pour le choix des titres admis aux honneurs de l'introduction est extrême et quel que soit le compartiment économique auquel appartienne une valeur, elle fait l'objet, avant d'être admise, d'un examen très minutieux : ce n'est que lorsqu'il a été satisfaisant que l'autorisation est accordée... Avec l'Investment Trust, apparition récente sur le marché financier américain, c'était une expérience nouvelle dont il convenait de suivre attentivement l'évolution... et pour cela plusieurs années d'observation n'étaient pas superflues...

Cette période d'expectative a d'ailleurs pris fin récemment : en juin 1929 a paru une circulaire du Stock Exchange fixant les conditions auxquelles le « Comité de la Cote » serait disposé à recevoir et à se prononcer sur les demandes d'admission de titres d'Investment Trusts. Ces conditions, loin de constituer de simples formalités, sont, au contraire, assez strictes.

La circulaire définit d'abord les Investment Trusts comme des « Sociétés s'occupant principalement du placement et du remploi de leurs fonds dans des titres d'autres entreprises pour en tirer revenus et profits et non, d'une manière générale, pour y exercer un contrôle... ».

Puis elle précise que seules les demandes émanant de trusts du type « general or management » (discretionnaires) seront prises en considération.

Elle énumère ensuite les renseignements qui doivent être fournis à l'appui de la demande, concernant notamment les modalités de la gestion (par le Conseil et la direction ou par une société

ou firme étrangère), l'époque de la constitution, le montant des dépenses d'organisation, celui du capital (actions et obligations); la rémunération des administrateurs et directeurs, etc...

C'est d'après tous ces éléments — qui donnent lieu à un examen critique approfondi — que le Comité de la Cote décide d'accorder ou de refuser l'autorisation.

Les Trusts dont les titres auront été admis devront se soumettre à certaines exigences : publication annuelle de bilans, rapports et comptes de profits et pertes comportant, en particulier :

1^o Au bilan, l'évaluation globale du portefeuille au prix d'achat (avec en note l'indication de l'écart en plus ou en moins par rapport aux cours en Bourse) ;

2^o En annexe du rapport, la liste complète des titres du portefeuille, avec, pour chacun d'eux, la quantité possédée, le cours d'acquisition et le cours actuel ; il pourra figurer, toutefois, un poste « valeurs diverses » qui ne devra ni excéder 10 % du capital et des réserves réunis, ni comprendre des valeurs en portefeuille depuis plus d'un an ;

3^o Au compte de profits et pertes, une énumération détaillée des bénéfices, sous les rubriques suivantes :

- Intérêts,
- Dividendes,
- Profits sur réalisations de titres,
- Profits sur participations syndicales,
- Transferts de réserves précédemment créées,
- Divers.

En outre, les Investment Trusts admis devront s'engager à ne pas distribuer à leurs actions ordinaires de dividendes en espèces ou en titres, si de tels dividendes, ajoutés à la somme dont éven-

tuellement la valeur boursière de leur portefeuille serait inférieure à son prix d'achat, dépassaient le montant des bénéfices et des réserves...

Telles sont, en résumé, les principales prescriptions contenues dans la récente circulaire de Wall Street. Le point qui paraît devoir soulever le plus de difficultés, et qui a d'ailleurs déjà suscité des protestations énergiques dans les milieux intéressés, est celui de la publicité obligatoire du portefeuille. Sans revenir sur ce que nous avons dit plus haut à ce sujet, constatons qu'il y a là un obstacle de nature à enlever à beaucoup de Sociétés sérieuses le désir de demander l'admission ; c'est d'ailleurs une éventualité que les autorités du Stock Exchange paraissent avoir envisagée assez calmement, peut-être parce qu'elles ne considèrent leur première tentative que comme un ballon d'essai destiné plus à tâter le pouls du marché qu'à fournir les bases d'une réglementation définitive.

Section II. — Investment Trusts du type « Investment Fund ».

A proximité des Trusts discrétionnaires se trouvent les Trusts du type « Investment Fund » qui, tout en observant les mêmes principes généraux de gestion que les premiers, ont une structure financière différente.

La ligne de démarcation n'est pas toujours facile à tracer entre eux et l'on peut hésiter, parfois, à classer certaines Sociétés dans l'une ou l'autre catégorie (1).

(1) V. G. Massachusetts Investors Trust, Old Colony Trust Associates.

A) *Constitution.*

L'acte constitutif des « Investment Funds » est habituellement un contrat (*Indenture*) qui intervient entre la Société fondatrice (appelée *Company*), une Banque ou *Trust Co* (appelée *Trustee*) et les participants (appelés « *certificate holders* ») et qui définit les rapports des parties entre elles, en précisant leurs droits et leurs charges.

— L'armature des *Investment Funds* est donc en principe constituée par :

1^o Un certain nombre de participants qui versent des sommes plus ou moins importantes dans un fonds qui sera géré en commun (*Investment Fund*).

2^o Une Société qui prend l'initiative de la création du *Fonds* et qui, dans des conditions déterminées par l'*Indenture*, en gère les ressources.

3^o Une banque ou *Trust Co* qui est dépositaire des titres et des espèces possédés par le *Fonds*.

Parfois la Société fondatrice et la Banque dépositaire ne sont qu'un seul et même établissement; dans ce cas, le nombre des parties est réduit à deux.

B) *Capital.*

Le capital des « *Investment Funds* » est formé de l'ensemble des versements des participants.

Ces versements donnent lieu à l'établissement de certificats bénéficiaires (« *Investment Trust Certificates* » ou « *Participation Certificates* »), qui, à l'inverse des actions ou obligations émises par les *Trusts* discrétionnaires, ne sont pas des titres de substitution comportant les caractéristiques juridiques usuelles, mais représentent simplement une

fraction de la substance même du *Fonds* et un droit aux diverses répartitions de bénéfices ou de liquidation.

La nature exacte de ces certificats est clairement indiquée dans le rapport pour 1928 de l'Investment Managers Co (Investment Trust Certificates, série A) : Les porteurs de ces certificats ne sont pas les porteurs d'une forme quelconque de titres émis par une Corporation, mais en réalité les bénéficiaires d'un Trust révocable.

Chaque certificat matérialise, en effet, la création d'un Trust distinct, volontaire et révocable, au bénéfice du porteur enregistré. Les fonds représentés par ces Trusts distincts ont été groupés en un seul fonds de Trust pour les facilités de la gestion. Toutefois, chaque porteur de certificat a un intérêt distinct, nettement défini, dans les revenus et l'actif du Fonds de Trust, comme il est prévu au contrat de Trust, et diffèrent des intérêts des autres porteurs de certificats.

D'après cette conception, les participants représenteraient les « ceux qui trustent », les fonctions de Trustee étant exercées par la Société gérante du Fonds et celle de dépositaire (depository) par une Banque ou Trust Co (1).

Mais nous verrons, au chapitre suivant, à propos des Trusts rigides — qui ont la même structure que les Investment Funds — que l'on n'est pas d'accord sur la nature des relations juridiques qui existent entre les participants et la Banque dépositaire.

Les certificats bénéficiaires sont émis (2) sous

(1) Dans quelques contrats, la dénomination de Trustee est réservée à la Banque dépositaire, ce qui, à notre sens, prête à confusion, puisqu'elle n'a qu'un rôle tout à fait passif et une responsabilité très atténuée ; certes, c'est elle qui a la disposition légale (legal title) des titres composant le portefeuille du Fund ; mais certains droits attachés à ces titres (et notamment le droit de vote) sont généralement exercés par la Société gérante.

(2) Les émissions se font habituellement par les soins de la société fondatrice ou de banquiers de placement d'une manière continue (on tap) ; elles sont quelquefois suspendues quand elles

la forme nominative ; tantôt ils sont transmissibles (Bond Investment Trust) ; tantôt ils ne le sont pas (Investment Trust Certificates séries A et B de l'Investment Managers Co) ; dans ce dernier cas, ils sont remboursables à toute époque au gré des porteurs, à leur valeur liquidative au moment de la demande.

Ils ne comportent généralement pas de droit de vote, la souscription impliquant adhésion aux termes du contrat de Trust (1).

Leur valeur nominale est variable ; parfois, ils n'en possèdent pas. Les « Investment Trust Certificates » série A de l'Investment Managers Co sont émis en multiples de 1.000 dollars, avec un minimum de 10.000 \$; ceux de la série B du même groupe également en multiples de 1.000 dollars, mais sans minimum ; — les « certificates of beneficial interest » du Bond Investment Trust sont émis à 100 dollars (minimum) et les multiples.

Le plus souvent le même Investment Fund ne comprend qu'une seule catégorie de certificats : il arrive cependant que deux catégories différentes coexistent ; c'est le cas des *Fonds* créés par la Security Management Company : son « First Investment Fund » comprend des titres A et B, dont chaque certificat contient un nombre égal : les titres

atteignent un maximum fixé statutairement, puis reprises, si par suite de remboursements, des certificats redeviennent disponibles.

(1) Quelques Indentures prévoient que l'adhésion d'un certain pourcentage des participants (les 2/3 dans les Fonds de la Security Management Company, les 3/4 dans le Bond Investment Trust) est nécessaire pour toute modification aux statuts ; dans d'autres cas, c'est le conseil d'administration de la compagnie gérante qui prend toutes décisions à ce sujet ; les participants avertis par lettre doivent, dans un certain délai, faire savoir si oui ou non ils donnent leur adhésion ; leur silence est considéré comme adhésion tacite, leur refus entraîne d'ordinaire le remboursement des certificats.

A reçoivent un dividende cumulatif fixe ; ils peuvent être assimilés à des actions privilégiées ; les titres B ont droit au surplus des bénéfices réalisés ; ils sont comparables à des actions ordinaires ; en cas de liquidation, les titres A sont remboursés par préférence, les titres B se partagent le solde de l'actif.

C) *Faculté d'emprunt.*

Certains contrats de Trust interdisent formellement toute espèce d'emprunts ; le prospectus d'émission des Investment Trust Certificates série A de l'Investment Managers Co stipule qu'aucune dette ne sera contractée par l'émission d'obligations ou de toute autre manière, sur les valeurs comprises dans l'Investment Fund.

D'autres « Indentures » sont plus libéraux.

La section 9 de l'article III du Trust Indenture passé entre la Security Management Co et la Brooklyn Trust Co pour l'établissement du « First Investment Fund » dispose que la Security Management Co pourra de temps à autre contracter des emprunts pour le compte du Fonds de Trust et hypothéquer ou donner en gage tout ou partie des titres faisant partie du Fonds, pourvu que le total des emprunts ainsi contractés ne dépasse à aucun moment 40 % de la valeur brute du Fonds de Trust.

La « Declaration of Trust » du Bond Investment Trust limite à 25 % du Fonds de Trust la faculté d'emprunt laissée aux Trustees.

D) *Gestion.*

Certaines firmes sont spécialisées en Amérique dans le lancement et la gestion d'Investment Funds. C'est le cas de l'Investment Managers Co et de la

Security Management Co, qui sont toutes deux des « Joint Stock Associations » (1) organisées conformément à la législation générale des Associations dans l'Etat de New-York, et qui assurent, chacune, la direction de deux Investment Funds.

En dehors de ces firmes, quelques banques privées ont créé leur Investment Fund, particulièrement destiné à grouper et à gérer en commun les disponibilités de leur clientèle. Harris, Forbes and Co, par exemple, a créé le Bond Investment Trust, Jackson and Curtis, le Jackson and Curtis Investment Associates.

D'autres « Investment Funds », enfin, sont gérés pour le compte et au bénéfice soit d'institutions poursuivant un but désintéressé ou philanthropique (universités, fondations pieuses), soit de groupements coopératifs ou syndicaux.

Dans tous les cas, les règles auxquelles doit se conformer l'organisme chargé de la direction, pour la gestion du portefeuille, sont celles fixées par les actes constitutifs.

Ceux-ci renferment souvent des dispositions analogues à celles contenues dans les statuts des Trusts discrétionnaires au sujet de la division des placements.

L'Indenture des Investment Trust Certificates série A de l'Investment Managers Co dispose notamment que :

La Compagnie (2) aura le contrôle absolu et la direction du Fonds de Placement sauf ce qui sera dit ci-après et placera et emploiera, de temps à autre, les ressources du Fonds

(1) Une Joint Stock Co est une association non incorporée ayant des statuts et une forme d'organisation comparables à ceux d'une Corporation. Bien que la part de chaque associé soit représentée par des actions de capital, chacun d'eux est néanmoins entièrement responsable des engagements de la Société.

(2) La Compagnie c'est, dans l'espèce, l'Investment Managers Co.

de la manière qu'elle jugera, à son entière discrétion, la plus conforme aux intérêts du Fonds, et sous les seules restrictions suivantes :

a) Le Fonds de Placement, dans la mesure où il peut être investi en actions ordinaires de Sociétés, de temps à autre, ne sera pas investi au même moment dans les actions ordinaires de plus de trente Sociétés.

b) Le Fonds de Placement ne sera pas investi dans les titres d'une Société :

1° A moins qu'au moment du dit placement les titres dont il s'agit soient régulièrement cotés à la Bourse de New-York et à moins que des transactions sur les dits titres aient été relevées au cours de chacun des douze mois ayant précédé la date du placement.

2° Si, par suite d'un tel placement, plus de 20 $\frac{1}{2}$ % de la valeur globale actuelle des parts d'intérêt représentées par des certificats en circulation se trouvaient investis dans les titres d'une Société ou de Sociétés faisant partie de la même industrie.

3° Si, par suite d'un tel placement ou d'une autre manière, la Compagnie se trouvait contrôler plus de 10 % du capital à droit de vote en circulation de la dite Société.

4° Si le capital social (de toutes catégories) émis par la dite Société et en circulation, estimé d'après les dernières transactions effectuées, était inférieur à 20.000.000 \$.

5° Si, par suite d'un tel placement, la valeur boursière des titres de la dite Société détenus par le Fonds de Placement excédait 5 % de la valeur globale actuelle des parts d'intérêt représentées par des certificats en circulation.

c) Le Fonds de Placement pourra être investi, de temps à autre, dans la mesure où la Compagnie, à son entière discrétion, le jugera opportun, en valeurs exemptes d'impôts et (ou) en fonds des États-Unis d'Amérique, et (ou) en prêts à vue et (ou) à échéance fixe moyennant le dépôt en garantie de titres comprenant des actions et (ou) des obligations cotées en Bourse de New-York et ayant au moment où est consenti le prêt une valeur supérieure au moins de 20 % au montant du dit prêt.

L'Investment Managers Co qui gère ce Fonds de Placement a comme président M. Edgar Lawrence Smith, auteur d'un livre : *Common Stocks as long term Investments*, qui a eu un grand retentisse-

ment outre-Atlantique et où il soutient la thèse de la supériorité des placements en actions ordinaires sur les placements en obligations.

M. Smith a condensé le résultat de ses recherches — qui ont principalement porté sur la comparaison des valeurs et des rendements respectifs d'actions et d'obligations sur le marché américain de 1837 à 1922 — dans la formule suivante, à laquelle il a donné le nom de :

« Loi des valeurs et des rendements croissants » :

1^o Sur une période d'années, la valeur en capital de placements judicieusement répartis en actions ordinaires d'entreprises représentatives, dans des industries de base, tend à s'accroître suivant le jeu des intérêts composés.

2^o De tels placements sont assurés d'avoir, au cours d'une période d'années, sur leur valeur croissante, un rendement moyen supérieur de quelque chose au taux d'intérêt moyen du papier commercial.

La discussion de cette thèse — qui, si elle est basée sur l'étude d'un marché dont on peut dire qu'il constitue un exemple unique dans l'histoire financière de l'époque contemporaine, ne prétend aussi s'appliquer qu'à ce marché — n'a pas sa place ici ; il suffit, pour l'instant, de constater qu'elle a connu et qu'elle connaît encore aux États-Unis une grande vogue et que de nombreuses applications en ont été faites dans le domaine des placements ; c'est à elle, notamment, qu'il faut faire remonter l'origine des Investment Trusts du type « Bankers Share » auxquels nous consacrerons la section suivante de cette étude.

Bien que M. Smith soit un partisan déterminé des actions ordinaires, il n'a pas cru devoir interdire, dans les actes constitutifs des Fonds de Placement qu'il a créés, les placements en obligations. On lit, en effet, dans le prospectus des Investment Trust Certificates série A que liberté est laissée de placer

tout ou partie des ressources du Fonds en obligations. Cela est essentiel à une politique avisée de placement, en raison des changements possibles dans les conditions fondamentales du marché et bien qu'en principe le Fonds doive être en majeure partie investi en actions ordinaires.

En fait, au 31 décembre 1928, l'Investment Trust Fund, sur 26 participations différentes, en comprenait 24 en actions ordinaires et 2 en actions de préférence (dont une participante); aucune obligation n'y figurait.

A l'opposé de cette théorie, plusieurs Investment Funds ne comportent statutairement que des placements en obligations ou fonds d'Etat: c'est le cas du Bond Investment Trust de MM. Harris, Forbes and Co.

D'autres, enfin, comme les Fonds gérés par la Security Management Company, ont en portefeuille actions (ordinaires et privilégiées) et obligations.

Parfois les participations doivent être prises sur une liste de valeurs à laquelle aucune modification n'est apportée sans que les membres du Trust en soient prévenus. C'est une formule qui laisse une initiative suffisante à la direction, tout en étant de nature à rassurer pleinement les participants sur l'emploi fait de leur argent...

Bref, des modalités diverses existent, plus ou moins rigides, mais qui, dans presque tous les cas, laissent une assez grande liberté de manœuvre à la direction du Fonds. On serait donc fondé à croire qu'en contre-partie, les responsabilités qu'elle encourt sont nettement définies. Or, il n'en est pas toujours ainsi. On lit en effet à l'article XI du Trust Indenture intervenu entre la Security Management Co et la Brooklyn Trust Co pour l'établissement du premier Investment Fund:

« Section 4 — Les porteurs (de certificats bénéficiaires) et le Trustee acceptent et consentent que le Fonds de Trust soit

géré et surveillé par la Company, et les porteurs acceptent expressément par les présentes que ni le Trustee ni la Company ne soient considérés comme responsables ou tenus en raison de ladite gestion ou surveillance ».

Et ce n'est pas une exception. L'article VIII de l'Investment Trust Indenture intervenu entre l'Investment Managers C^o et la Central Union Trust C^o of New-York pour l'établissement de l'Investment Fund série A, dispose que : ni la Company (1) ni aucun de ses administrateurs ou directeurs ne seront personnellement ou individuellement tenus ou responsables pour des erreurs de jugement commises dans l'acquisition ou la négociation de valeurs, ou de toute autre manière en dirigeant les opérations de l'Investment Fund, ou pour toutes pertes encourues à la suite de transactions effectuées, ou pour tout acte ou omission accompli ou omis par eux, ou pour tout autre motif sauf leur malveillance préméditée.

La protection des participants contre l'incapacité éventuelle de la direction est donc parfois médiocrement assurée et la clause courante des Indentures d'après laquelle la Compagnie gérante s'interdit de traiter avec elle-même comme principale intéressée pour l'achat ou la vente de valeurs au compte du Fonds de Placement ne paraît constituer à cet égard qu'une garantie bien précaire.

E) *Frais d'organisation et de gestion.*

Bien que l'imputation des frais d'organisation et de gestion soit assez variable suivant les Fonds, on peut dire que généralement les premiers sont couverts par une prime incorporée dans le prix de souscription des certificats, alors que les seconds — dont la partie la plus importante sert à rémunérer la Compagnie gérante — prennent la forme d'un

(1) C'est l'Investment Managers C^o.

pourcentage fixé soit sur le capital du Fonds, soit sur son bénéfice annuel.

Les certificats des deux Fonds de l'Investment Managers Co supportent les charges suivantes :

a) 1 $\frac{1}{2}$ % de la valeur nominale des certificats que le participant, au moment de l'émission, verse en plus de sa souscription;

b) 1/8 de 1 % trimestriellement sur la valeur actuelle (telle que définie dans le contrat du Trust) du Fonds de Placement, le dernier jour de chaque trimestre;

c) 1 % de la valeur actuelle (telle que définie dans le contrat du Trust) des certificats, au jour de leur remboursement, à moins que celui-ci ne s'effectue à l'option de la Compagnie.

Moyennant ces versements, la Compagnie assure toutes les dépenses relatives au Fonds de Trust (frais d'organisation, impression des certificats, publicité, frais de gestion, rémunération du Trustee, divers) sauf les impôts.

Aux termes de la « Declaration de Trust » du Bond Investment Trust, les Trustees peuvent, à leur choix, imputer les frais de courtage et les dépenses d'organisation du Trust au compte Capital ou au compte de Profits et Pertes.

En ce qui concerne la rémunération des Trustees, elle ne doit, en aucun cas, dépasser 5 % du bénéfice brut du Fonds, plus 1 % des sommes effectivement réparties.

Les Fonds créés par la Security Management Company ont un régime un peu spécial. La Société fondatrice supporte les frais d'organisation; en compensation, elle a le droit de souscrire en espèces des titres B (1) (sans souscription concomitante de titres A) pour un montant maximum de 25 %

(1) Voir ci-dessus les caractéristiques des actions A et B.

du nombre des titres B en circulation ou à émettre (1) ; elle participe ainsi, dans une mesure appréciable, aux bénéfices des Fonds qu'elle gère ; elle reçoit, en outre, semestriellement, pour frais de gestion et après paiement du dividende cumulatif des titres A, $1/4$ % de la valeur nette du Fonds, et à la condition que, par suite de cette répartition, la valeur liquidative des titres A ne descende pas au-dessous de 50 dollars (plus les dividendes courus).

F) *Répartition des bénéfices.*

Les bénéfices réalisés par les Investment Funds proviennent, comme ceux des Trusts discrétionnaires, soit de dividendes et intérêts encaissés, soit de réalisations du portefeuille.

Parfois, ces bénéfices sont entièrement distribués aux participants ; le plus souvent, une politique prudente de constitution de réserves est suivie par la direction.

La déclaration de Trust du Bond Investment Trust prévoit que ce sont les Trustees qui fixent, d'autorité, le montant du dividende ainsi que les affectations éventuelles à la réserve.

Les actes constitutifs des Fonds créés par l'Investment Managers Co sont plus précis ; les Investment Trust Certificates série A ont droit d'abord à un intérêt cumulatif annuel de 5 % sur leur valeur nominale, et en outre, à un superdividende égal à $12 \frac{1}{2}$ % de leur part respective dans l'excédent des bénéfices.

L'Investment Fund B a une structure originale : tous ses bénéfices, en effet, de quelque source qu'ils proviennent, sont capitalisés et réemployés confor-

(1) Les chiffres cités s'appliquent au 1^{er} Investment Fund ; ceux du 2^e Investment Fund sont légèrement différents.

mément à la politique de placement fixée par les statuts. Ce n'est donc qu'au moment du remboursement — qui peut s'effectuer à toute époque — que chaque bénéficiaire prend son bénéfice (1).

Le premier Investment Fund créé par la Security Management Company a la répartition suivante : les titres A touchent, en premier lieu, sur les bénéfices nets, deux dollars 50 (5 dollars dans le deuxième Investment Fund), puis vient la rémunération de la Compagnie (voir ci-dessus); le solde disponible enfin est réparti, dans les conditions suivantes, aux titres B :

a) aucune répartition ne leur sera faite qui aurait pour résultat de réduire à moins de 50 dollars (100 dollars dans le deuxième Investment Fund) la valeur liquidative des titres A (2);

b) aucune répartition dépassant globalement 50 % du solde disponible ne leur sera faite, si, après cette répartition, leur valeur liquidative (3) n'est pas au moins égale à 15 dollars (30 dollars dans le deuxième Investment Fund) par titre;

c) sous les réserves ci-dessus, il sera effectué avant le 5 mars de chaque année à l'ensemble des titres B une répartition globale au moins égale à 12 1/2 % du solde des bénéfices nets de l'exercice écoulé.

G) *Rapports et Bilans.*

Les grands groupes comme l'Investment Mana-

(1) Les Investment Trust Certificates séries A et B sont interchangeables, à des conditions déterminées.

(2) La valeur liquidative des titres A est, à toute époque, de 50 dollars plus la portion courue de leur dividende cumulatif de 2 dollars 50.

(3) La valeur liquidative des titres B est, à toute époque, leur part respective dans l'actif net du Fonds de Trust, après répartition aux titres A.

gers C^o et la Security Management C^o envoient régulièrement chaque année aux porteurs des certificats bénéficiaires de leurs divers Fonds des comptes rendus très détaillés des opérations effectuées durant l'exercice écoulé. Ces comptes rendus comprennent généralement un rapport, un bilan, un compte de Résultats, un relevé des titres du portefeuille, et un compte établissant la valeur liquidative des titres à la fin de la période considérée.

A titre documentaire, nous reproduisons ci-dessous le compte de Résultats et le compte liquidatif (au 31 décembre 1928) de l'Investment Fund A de l'Investment Managers C^o.

Compte de Résultats (en 1.000 \$)

Bénéfice brut :		
Intérêts encaissés	575	
Dividendes encaissés	255	
Profits sur réalisations	<u>1.322</u>	2.152
A déduire :		
Frais de gestion		<u>83</u>
Solde à répartir :		2.069
Répartition au taux de 5 % l'an sur la valeur nominale des certificats	725	
Superdividende	<u>95</u>	820
Reliquat		<u>1.249</u>
Bénéfices non répartis au début de l'exercice		<u>863</u>
A déduire :		2.112
Répartitions applicables à des certificats remboursés	<u>1.289</u>	
Bénéfice non réparti à la fin de l'exercice		<u><u>823</u></u>

Compte liquidatif (en 1.000 \$)

Valeur nominale des certificats en circulation (1.255.461 parts) (1)	15.287
Bénéfices non répartis	<u>823</u>
Total	16.110
par 100 parts : \$.	1.283,15

(1) Au début des opérations du Fund, tout certificat représen-

Bénéfices non réalisés sur valeurs du porte-feuille :

Valeur Boursière	8.899	
Prix d'achat (coût)	7.519	1.380
par 100 parts	\$.	109,94
Valeur nette globale des parts		17.490
par 100 parts	\$.	1.393,09

H) *Impôts.*

Le prospectus d'émission des Investment Trust Certificates, série A, émis par l'Investment Managers Co, résume de la manière suivante la question de l'imposition fédérale pour les participants du Fund :

La position des porteurs de certificats relativement à l'Income Tax fédéral actuellement en vigueur est, de l'avis des Conseils de la Compagnie, pratiquement identique à ce qu'elle serait si chacun détenait directement sa part respective dans l'Investment Fund.

Chaque année, il sera adressé aux porteurs de certificats un état de leur quote-part dans tous les bénéfices, de quelque source qu'ils proviennent, réalisés par le Fund. Autant que faire se pourra, cet état indiquera le montant des bénéfices de l'Investment Fund qui pourra être exempt de l'imposition fédérale, le montant qui pourra être exempt de l'Income Tax normal, le montant qui pourra être considéré comme « bénéfice de capital » et le solde soumis à l'impôt.

Tout bénéfice provenant de dividendes sur des actions possédées par l'Investment Fund sera exempt du Fédéral Income Tax normal.

En ce qui concerne les impôts locaux, ils sont généralement payés par l'Investment Fund : ainsi le prospectus d'émission du Bond Investment Trust stipule que le Massachusetts Income Tax sur les participations du Trust est payé par le Trust. L'intérêt de

tait 10 parts (Shares) par 100 dollars de valeur nominale ; par la suite, chaque certificat représente autant de parts que son montant nominal contient de fois la valeur actuelle d'une part déjà en circulation, au moment de l'émission.

5 % réparti aux porteurs de certificats qui sont domiciliés dans l'Etat de Massachusetts est, pour eux, exempt de cet impôt.

Section III. — Investment Trusts du type rigide ou « Bankers Share ».

A l'opposé des Trusts du type discrétionnaire ou britannique, se trouvent les Trusts du type rigide ou fixe, qui reposent sur un principe tout différent, à savoir que « l'assurance obtenue par la répartition des placements constitue pour l'épargnant une sauvegarde plus grande qu'un conseil d'administration qui est plus ou moins capable et ne sera peut-être plus en fonctions dans quelques années » (1) ; en application de ce principe, ils cherchent donc à éliminer complètement les hasards de la gestion, mais, par contre, apportent un soin minutieux au choix initial — irrévocable, une fois fait — des valeurs qui, durant toute l'existence du Trust, resteront bloquées dans les coffres de la Banque dépositaire.

Les Trusts rigides représentent la contribution proprement américaine à la théorie de l'Investment Trust et, à ce titre, méritent une étude détaillée ; ils ont, au surplus, donné lieu à certaines controverses qu'il sera utile d'examiner rapidement.

A) *Constitution.*

L'acte constitutif des Trusts du type rigide est un contrat passé entre la Société fondatrice et une Banque ou Trust C^o, en vue du dépôt, aux caisses de celle-ci, de titres acquis par la première, pour

(1) Extrait d'une brochure publiée par MM. Throckmorton and C^o.

le compte de tiers, en l'espèce les porteurs des certificats bénéficiaires prévus au dit contrat.

La nature exacte de ce contrat n'a pas été encore établie d'une façon définitive. Les uns y voient un simple contrat de dépôt : dans ce cas, il faut admettre que la Banque est simple dépositaire ou gardien des titres, dont la propriété, pleine et entière, demeure entre les mains des porteurs de certificats ; c'est la solution adoptée par l'American Trustee Shares Corporation, dans les Trusts qu'elle a créés (1) ; les autres, plus nombreux, en font un véritable contrat de Trust ; les porteurs de certificats sont alors les « *cestui que trustent* », la Banque dépositaire le Trustee et les titres déposés la « *Trust Res* » (la chose en trust).

L'intérêt pratique de la discussion réside en ce que : 1^o les lois américaines imposent aux dépositaires et aux Trustees des obligations différentes ; 2^o la durée des Trusts de biens mobiliers (autre que les Trusts charitables) est limitée par la loi (2) ; 3^o le régime fiscal applicable aux Trusts n'est pas le même que celui des patrimoines privés.

Bien que la doctrine ne se soit pas prononcée d'une manière formelle, il semble qu'il y ait cependant tendance à considérer de plus en plus les Trusts rigides comme découlant de véritables contrats de Trust. La seule décision de justice que l'on connaisse à ce sujet est celle que cite le Dr Steiner : il s'agit de l'arrêt rendu, en avril 1928, par la Cour de Boston dans l'affaire de la New England Investors Shares, Inc. Cette Société avait émis en pre-

(1) L'American Trustee Shares Corporation se réserve cependant les droits de vote relatifs aux titres déposés, mais en ayant soin de stipuler, dans les actes, que c'est à titre d'« agent » (représentant, mandataire) des porteurs de certificats.

(2) La durée d'existence des Trusts rigides est assez variable ; les uns la fixent à 99 ans, d'autres à 20 ans, d'autres encore ont une durée indéterminée.

mier lieu des certificats entièrement libérés contre dépôt, aux caisses de la Liberty National Bank, de titres déterminés ; puis, elle avait recueilli des souscriptions en vue de l'émission de nouveaux certificats partiellement libérés : en fait, les fonds obtenus à la suite de cette deuxième opération furent dilapidés. Les souscripteurs des certificats partiellement libérés contestèrent aux porteurs des certificats libérés le droit de les échanger contre les titres déposés, alléguant que ceux-ci devaient être administrés par le liquidateur judiciaire au bénéfice commun des deux catégories de porteurs : ils se fondaient sur ce que le Fonds n'était pas un Trust légal. La Cour de Boston n'admit pas cette prétention et décida « que les valeurs déposées conformément au contrat de Trust constituaient des biens en Trust, devant être détenus au seul bénéfice des porteurs légaux des certificats représentant un intérêt bénéficiaire dans les dites valeurs... ».

Faut-il voir dans cet arrêt l'origine d'une jurisprudence définitive ou bien la solution d'un simple cas d'espèce ? On ne peut actuellement — en l'absence de toute décision nouvelle — se prononcer.

B) *Structure financière.*

Les Trusts rigides ne comportent pas, à proprement parler, de capital social. Leur structure financière peut être définie de la manière suivante :

La Société fondatrice, qui est, en général, une corporation à faible capital, souvent l'émanation d'une Banque de Placement, fait l'acquisition, selon certaines règles que nous examinerons plus loin, de lots identiques de valeurs diverses qu'elle dépose aux caisses d'une Banque.

Chaque lot donne lieu à l'établissement d'un nombre égal, 500, 1.000 ou 2.500, suivant les Trusts, de parts bénéficiaires (appelées « Bankers Shares » (1), ou « Trustee Shares », ou « Investment Trust Shares ») dont chacune représente une fraction équivalente ($1/500^e$, $1/1.000^e$, $1/2.500^e$) de l'ensemble des valeurs dont se compose le lot.

Ces parts bénéficiaires — avec ou sans valeur nominale — sont émises, soit par la Société fondatrice, soit, plus fréquemment, par la Banque dépositaire, sous forme de certificats au porteur, sans droit de vote, comprenant un plus ou moins grand nombre de parts unitaires (5 et ses multiples, en général).

Le prix d'émission varie naturellement, au jour le jour, suivant les fluctuations des cours des valeurs dont se compose le bloc.

Dans la majorité des Trusts, le prix de la part est assez minime, variant entre 10 et 20 dollars ; il atteint quelquefois 30 dollars chez les Trusts spécialisés (2).

C) *Liste des placements.*

La sagacité des fondateurs s'exerce uniquement à l'origine pour la sélection des valeurs à placer dans les « blocs » immuables qui constitueront l'ossature même du Trust. C'est dire quel soin doit

(1) Bien avant l'introduction des Investment Trusts en Amérique, les Bankers Shares étaient utilisées, notamment dans les deux buts suivants : d'abord mettre certains titres très lourds à la portée des petites bourses, ensuite grouper les droits de vote d'un certain nombre d'actionnaires. Dans les deux cas, la procédure employée était la même : dépôt des titres primitifs aux caisses d'un Trustee ; émission, par celui-ci, de certificats représentatifs, tantôt (1^{er} cas) ayant un nominal plus faible, tantôt (2^e cas) ne comportant pas de droit de vote.

(2) Dr Steiner.

être apporté à ce choix et combien grande est la responsabilité de ceux qui le font !! Les extraits suivants tirés d'une brochure éditée par l'American Basic Business Shares Corporation — un des premiers groupes de la catégorie — montrent quel souci scrupuleux a présidé à l'élaboration des listes de placement de ses deux Trusts, les Fixed Industry Shares et les Basic Industry Shares :

La sélection des titres n'a pas été laissée au hasard. Elle a été le fruit de longues recherches — menées par des techniciens capables — au cours desquelles 1.105 Sociétés ont été étudiées, examinées et comparées. Par éliminations successives, 30 valeurs définitives ont été choisies.

Beaucoup de facteurs ont guidé ce choix, et notamment :

On a entendu ne comprendre que des industries de base, exerçant leur activité sur tout le territoire, et chefs de file dans leurs domaines respectifs.

On n'a retenu que des actions ordinaires parce qu'elles ne sont pas amortissables et qu'elles représentent une association complète, à l'opposé des actions de préférence qui ne réalisent qu'une association limitée.

On a choisi des valeurs largement négociées, de telle sorte que leurs cours reflètent l'ensemble des tendances du marché. On a insisté sur la capacité de rendement et l'habileté de la direction. On a analysé des rapports jusqu'à 30 ans en arrière.

La proportion des bénéfices disponibles pour les actions ordinaires a été prise en considération. Pour 1927, les Sociétés choisies avaient, pour un dollar de bénéfices, 76 cents disponibles pour leur capital ordinaire.

La tendance des industries et leurs chances de développement ont été examinées avec soin.

La politique suivie par chaque Société pour l'amélioration constante de ses produits ou services et pour la découverte de nouveaux produits ou services destinés à pourvoir à des besoins nouveaux a fait l'objet d'un examen attentif.

Et, enfin, on a recherché l'équilibre dans la répartition des placements. Un exemple en est fourni par les huit Chemins de fer choisis. Chacun est parmi les premiers de sa région. Pris ensemble, ils couvrent tout le territoire et s'étendent sur 112.593 milles....

Aucune Société de distribution d'énergie électrique n'a

été sélectionnée, principalement parce qu'il n'y en a pas qui soit d'envergure nationale. Toutefois, une participation satisfaisante dans ce domaine industriel a été obtenue par la Westinghouse et la General Electric, qui reflètent suffisamment le développement de la consommation électrique.

Les placements dans le compartiment des Pétroles ont été limités à 10 %, et l'on n'a choisi que des Sociétés disposant de ressources suffisantes pour pouvoir traverser des périodes d'explorations infructueuses....

Plus de 1.000 produits différents sont fournis et distribués par les entreprises industrielles représentées sur la liste. Aucun autre groupe de Sociétés ne joue un rôle aussi important pour la satisfaction des besoins essentiels de la population.

.....

Le principe d'équilibre a été appliqué :

1^o Aux Sociétés prises individuellement ; l'on peut remarquer, en effet, que la liste comprend 8 actions de telle Société, 6 de telle autre, 3 d'une autre encore ; ce n'est pas sans raison, mais bien parce que chacune d'elles représente une quote-part définie de l'activité globale de son compartiment industriel ;

2^o Aux divers groupes envisagés sous l'angle de leur importance relative dans le système économique du pays.

C'est ainsi qu'au 30 juin 1928, chaque dollar placé était réparti de la manière suivante :

Chemins de fer	28 cents
Pétroles	9 »
Entreprises de services publics	21 —
Industries de base	42 »

.....

En ce qui concerne le revenu annuel moyen de l'ensemble des valeurs de la liste, il a été :

Pour la période de 10 ans 1/2, du 1^{er} janvier 1918

au 30 juin 1928, supérieur à	\$. 1.241
Pour les 8 ans 1/2 au 30 juin 1928 supérieur à . . .	\$. 1.358
Pour les 6 ans 1/2 —	\$. 1.412
Pour l'année 1927 supérieur à	\$. 1.449
Pour les six premiers mois de 1928 supérieur à . .	\$. 710

Aussi satisfaisant que soit le rendement moyen, les varia-

tions en ont été assez grandes pour justifier l'adoption d'un plan en vue de l'égalisation du revenu (voir plus loin).

Pour ce qui est de l'appréciation des titres de la liste, si l'on suppose qu'ils ont été acquis, soit le 1^{er} janvier 1918, soit le 1^{er} janvier 1922, on obtient, en réduisant à 100 les cours primitifs, les pourcentages suivants pour les cours actuels :

Janvier 1918.	100 %
30 juin 1928.	186 %
Janvier 1922.	100 %
30 juin 1928.	176 %

l'appréciation a donc été substantielle.

La composition de la liste de placements des Basic Industry Shares est la suivante :

Nombre d'actions	Sociétés Chemins de fer	Cote du Moody (1)
8	Pensylvania Railroad Co	A
5	Louisville and Nashville Railroad Co.	A a
4	New-York Central Railroad Co	A
4	Illinois Central Railroad Co.	A
4	Union Pacific Railroad Co	A
4	Southern Pacific Co	A
3	Southern Railway Co.	B aa
3	Northern Pacific Railway Co	B aa

(1) Les cotes du Moody ont la signification suivante :

A aa. — Les valeurs qui ont cette cote sont tout à fait en tête des placements de 1^{er} ordre. Aucune action ordinaire n'a la cote A aa.

A a. — C'est la meilleure cote qui soit donnée aux actions ordinaires des Sociétés puissantes et obtenant de larges bénéfices.

A. — Cote donnée aux actions ordinaires bénéficiant de dividendes réguliers.

B aa. — Cette cote indique de bons résultats obtenus ; l'élément spéculatif, s'il y en a un, est négligeable.

B a. — Cette cote concerne des titres ayant les caractéristiques des valeurs de placement avec toutefois un élément spéculatif.

B. C aa. C a et au-dessous. Titres où l'élément spéculatif l'emporte sur l'élément placement.

Pétroles

8	Standard Oil Co (New-Jersey)	A a
8	— (New-York)	A a
4	— of Indiana	A a
4	— of California	A
3	Vacuum Oil Co	A a

Entreprises de services publics

8	American Telephone and Telegraph Co	A a
3	Westinghouse Electric Co	A
4	Pullman, Inc	B aa
4	General Electric Co	A a
5	Western Union Telegraph Co	A

Valeurs industrielles.

7	United States Steel Corporation	A
3	American Tobacco Co (classe B)	A
5	Ingersoll Rand Co	A
8	International Harvester Co	B aa
3	Otis Elevator Co	A
10	Du Pont (E. I.) de Nemours and Co	A
6	Timken Roller Bearing Co	B aa
20	American Radiator and Standard Sanitary Corporation	A
5	United Shoe Machinery Corporation	B aa
2	F. W. Woolworth Co	A
5	American Can Co	B a
3	National Biscuit Co	A

Le principe de la division des risques est appliqué par catégories d'industries, mais non par nature de titres, ni géographiquement. C'est d'ailleurs un phénomène commun chez les Trusts rigides : ils ne comprennent que des actions ordinaires (en quelques rares cas, des actions privilégiées) de Sociétés métropolitaines, appliquant ainsi la théorie soutenue Outre-Atlantique par de nombreux économistes et notamment par M. Kenneth S. Van Strum, dans son ouvrage *Investing in Purchasing Power*, par M. Edgar Lawrence Smith, dans *Common Stocks as long term Investments*, et par M. Irving

Fisher, de la supériorité des actions sur les obligations pour des placements à longue échéance. Chez certains, la répartition industrielle n'est même pas observée : il y a en effet des Trusts rigides de valeurs de banque (Canadian Bankstocks, Inc.) ou de valeurs d'électricité (United States Electric Light and Power Shares, Inc.).

Le nombre des valeurs différentes figurant sur les listes n'est pas, en général, très élevé, comme on peut le voir par le tableau ci-après :

	Nombre de titres	Nombre de Sociétés
Diversified Trustee Shares, de l'American Trustee Shares Corporation (Throckmorton)	214 1/5	24
Diversified Trustee Shares, Série B, de l'American Trustee Shares Corporation (Throckmorton)	148	30
Basic Industry Shares, de l'American Basic Business Shares Corporation	163	30
Fixed Trust Shares, de l'American Basic Business Shares Corporation	132	30
Trust Certificates, de la Canadian Bankstocks, Inc	80	10
Investors Trustee Shares, de l'Investors Trustee Foundation of United States, Inc	124	54
Séries A Trust Certificates, de la Nation Wide Securities Co.	458	25

La moyenne des participations différentes est inférieure à 30 ; ce chiffre réduit peut s'expliquer par le fait que l'on ne choisit, dans chaque groupe, que des valeurs représentatives qui, elles-mêmes, possèdent des intérêts dans de nombreuses affaires similaires (1).

(1) Les 30 entreprises qui composent la liste des placements des Basic Industry Shares, de l'American Basic Business Shares Corporation possèdent le contrôle ou ont des intérêts dans 779 autres affaires.

L'interdiction de tout changement dans la liste primitive est, nous l'avons vu, à la base même de l'organisation des Trusts rigides. Mais la rigueur d'application de ce principe est variable suivant les Sociétés. Les plus orthodoxes n'autorisent de substitution qu'en cas d'échange obligatoire de titres par suite d'absorptions, fusions, réorganisations, etc...

D'autres, plus opportunistes, prévoient que si l'on craint une perte sur l'une des valeurs, celle-ci peut être vendue ; les fonds disponibles devront alors être remployés dans une valeur faisant déjà partie de la liste.

D) *Répartition des bénéfices. Réserves.*

Les sources de revenus sont moins nombreuses chez les Trusts rigides que chez les Trusts discrétionnaires ou chez les Investment Funds. Les profits sur réalisations du portefeuille, sur participations syndicales, sont, en effet, par définition, inexistantes. Les bénéfices proviennent seulement de dividendes, en titres ou espèces, et, éventuellement, de droits de souscription.

La répartition de ces bénéfices aux participants se fait le plus souvent par coupons semestriels, parfois trimestriels ; comme le prix de vente des certificats émis entre deux dates de détachement de coupons comprend généralement la portion des dividendes courue, le porteur touche, à la première échéance, son plein coupon.

Le mode et l'importance des répartitions varient suivant que les Trusts comportent ou non un fonds de réserve, et suivant l'usage qu'ils font des dividendes en titres et des droits de souscription.

a) Trusts comportant un fonds de réserve.

C'est le cas des deux Trusts de l'American Basic Business Shares Corporation et de l'un des Trusts (série A) de la Chicago Trust Co (l'autre ne comporte pas de réserve).

Le motif de la constitution d'un fonds de réserve a été le désir d'assurer, dans la mesure du possible, la stabilité des dividendes distribués aux porteurs des certificats bénéficiaires. Le point faible de tout placement en actions ordinaires — soient-elles de tout premier ordre — réside, en effet, dans l'irrégularité imprévisible de leurs répartitions.

Cela est dû à ce que les dividendes réguliers en espèces, dans les affaires bien gérées, sont établis au-dessous des bénéfices moyens. L'excédent des bénéfices, remployé tout d'abord dans l'exploitation dont il accroît la puissance productive, est habituellement réparti, plus tard, sous forme de dividendes en titres, etc. Ces distributions extraordinaires peuvent être faites par un grand nombre de Sociétés, une année, et par très peu, l'année suivante. Si donc, aucune méthode d'égalisation n'est adoptée, le porteur d'un bloc d'actions ordinaires recevra, pendant une période, des dividendes extrêmement copieux, et de très maigres pendant une autre (1).

C'est en vue de parer à cet inconvénient que l'American Basic Business Shares Corporation, notamment, a doté ses deux Trusts d'un important fonds de réserve, constitué, lors de l'émission, par des versements supplémentaires des souscripteurs (2) ; le prix global de chaque certificat comprend alors une partie qui correspond au coût des valeurs du bloc, une autre qui représente la contribution au fonds de réserve et une dernière, les dividendes accumulés.

(1) Extrait d'une brochure publiée par l'American Basic Business Shares Corporation.

(2) Certains Trusts rigides constituent leur fonds de réserve par prélèvement sur les bénéfices annuels.

Pour 2.500 parts bénéficiaires dont se compose chaque lot de Basic Industry Shares, il est, par suite, déposé entre les mains du Trustee :

- 1^o Le paquet de valeurs détaillé ci-dessus (1) ;
- 2^o Une somme de \$ 1.250 pour fonds d'égalisation des dividendes ;
- 3^o Une somme variable représentant les dividendes accumulés depuis le dernier détachement de coupon.

Tous les six mois, il est détaché un coupon minimum de 25 cents par part bénéficiaire. Si les revenus du semestre précédent ne sont pas suffisants pour le payer, on fait appel, dans la mesure nécessaire, au fonds de réserve (qui ne sera remboursé que sur un excédent ultérieur des bénéfices) ; tant que celui-ci ne descend pas au-dessous de 50 c. par part bénéficiaire, tout le surplus des bénéfices est distribué entre les participants ; ceux-ci sont également crédités des intérêts du fonds de réserve, qui, en cas de liquidation, leur est proportionnellement réparti.

Il convient d'ajouter que les droits de souscription ainsi que les dividendes en titres touchés sont immédiatement réalisés et leur produit considéré comme bénéfice courant. L'usage contraire, aux yeux des dirigeants de l'American Basic Business Shares Corporation, aurait l'inconvénient de détruire l'équilibre existant dans la composition du portefeuille du Trust et aussi de contraindre les participants (en cas de droits de souscription) à de nouveaux versements.

b) Trusts ne comportant pas de fonds de réserve.

Certains Trusts importants ne constituent pas de fonds de réserve apparent. Ils arguent : 1^o que les valeurs choisies, toutes de 1^{er} ordre, ne distribuent elles-mêmes qu'une partie souvent infime

(1) Voir pages 225-226.

de leurs bénéfices ; une réserve ferait donc double emploi ; 2^o que l'égalisation des dividendes est bien obtenue, au moyen d'une réserve, en monnaie mais non en puissance d'achat ; elle est donc illusoire.

Le montant des dividendes répartis par ces Trusts est alors sujet à d'assez fortes fluctuations comme l'indique le tableau suivant :

Dividendes semestriels sur les	
Diversified Trustee Shares de l'American	
Trustee Shares Corporation	
1 ^{er} juin 1925 par titre	\$ 0,3295
1 ^{er} janv. 1926 —	\$ 0,7381
1 ^{er} juil. 1926 —	\$ 0,5631
1 ^{er} janv. 1927 —	\$ 0,4997
1 ^{er} juil. 1927 —	\$ 0,7953
1 ^{er} janv. 1928 —	\$ 0,5023
1 ^{er} juil. 1928 —	\$ 1,0168
1 ^{er} janv. 1929 —	\$ 0,6210
Moyenne annuelle	\$ 1,2665

L'irrégularité de rendement est manifeste et cela fournit un bon argument aux partisans de la constitution d'un fonds de réserve ; l'absence de celui-ci est souvent compensée par la politique suivie pour l'affectation des dividendes en titres ; ceux-ci, dans les Trusts de l'American Trustee Shares Corporation, notamment, ne sont point réalisés, mais (sauf quand il s'agit de fractions de titres) incorporés aux valeurs primitives, dont ils viennent accroître la masse.

E) *Dépenses d'organisation et frais généraux.*

Les dépenses auxquelles donnent lieu les Trusts rigides à leur création et au cours de leur existence

comprennent notamment : la rédaction du contrat de Trust, l'achat des titres, leur dépôt aux caisses du Trustee et leur transfert à son nom, les frais d'impression, d'émission et d'envoi des certificats, la publicité, la remise aux banquiers, les droits de garde, de timbre, et divers, etc...

Ces dépenses sont généralement couvertes en une seule fois par une prime incorporée au prix d'émission ; dans son enquête déjà un peu ancienne (elle remonte à 1927), l'attorney général de l'Etat de New-York estimait que la quotité de cette prime variait de 10 à 20 % du prix des valeurs déposées ; il semble qu'elle se soit réduite depuis, et qu'actuellement 10 % constituent un maximum. Les deux Trusts de l'American Trustee Shares Corporation la fixent officiellement à 8 ½ %, ce qui ne paraît pas exagéré ; d'autres Trusts n'y font aucune allusion dans leurs prospectus et publicité. C'est là une pratique regrettable, car elle est de nature à induire en erreur l'épargnant modeste — souscripteur désigné des certificats — qui ne pense pas à en faire lui-même le calcul, pourtant simple, puisqu'une cote en mains, il peut évaluer la valeur du portefeuille du Trust, et par soustraction, le montant exact des frais d'émission.

F) *Cotation et échange des certificats.*

Les parts bénéficiaires des Trusts rigides se négocient sur le marché libre et donnent lieu à des inscriptions régulières de cours « Bid » (demandé) et « Ask » (offert) dans les journaux financiers, sous la rubrique « Investment Trusts ».

C'est généralement la Société fondatrice qui tient le marché.

En dehors de cela, il est prévu, dans la plupart

des « Indentures », que le porteur d'un lot complet de parts bénéficiaires peut en demander l'échange contre les valeurs déposées, plus sa part dans la réserve, s'il y en a une, et dans les dividendes accumulés; parfois même, cette faculté est accordée au porteur d'un demi-lot (Diversified Trustee Shares) ou même d'un 1/5^e de lot (Chicago Trust Co).

G) *Impôts.*

Aux yeux du fisc, les Trusts rigides sont considérés comme de vrais Trusts (true Trusts) et, par suite, leurs bénéfices ne sont pas soumis aux impôts qui frappent ceux des corporations.

Les répartitions faites aux participants sont exemptes du Federal Income Tax normal dans la mesure où elles représentent des dividendes en espèces encaissés par le Trust; elles y sont, par contre, soumises quand elles proviennent de bénéfices réalisés par la vente de droits de souscription ou de dividendes en titres.

En ce qui concerne les impôts successoraux, les Trusts rigides offrent les mêmes avantages que les Trusts discrétionnaires; bien que la jurisprudence ne soit pas établie d'une façon formelle, sur ce point, on admet, en général, que les seuls droits de mutation par décès auxquelles soient soumises les parts bénéficiaires comprises dans une succession sont la taxe fédérale et la taxe de l'Etat du domicile du défunt.

Toute autre solution se heurterait, d'ailleurs, dans la pratique, à des difficultés insurmontables, par suite de la forme au porteur des certificats de Trust.

H) *Discussions qui se sont élevées autour
des Trusts rigides.*

La forme particulière d'associations de capitaux que constituent les Trusts rigides ne s'est pas implantée sur le marché américain sans susciter d'assez vives controverses. L'attorney général de l'Etat de New-York, notamment, dans son rapport déjà cité, les a violemment pris à partie.

Nous essaierons de résumer ci-dessous les principales critiques auxquelles ils ont donné lieu, ainsi que les répliques de leurs partisans.

1^o Et d'abord, a-t-on dit, quel intérêt il y a-t-il pour un épargnant d'acquérir des parts bénéficiaires de Trusts rigides, alors qu'il lui est possible d'acheter directement sur le marché les titres dont se compose le fonds de Trust, et d'éviter ainsi de payer les frais de création et d'entretien d'un organisme tout à fait passif, et, partant, inutile.

Cet argument pourrait, à première vue, s'appliquer à un gros capitaliste ayant les ressources nécessaires pour acheter toutes les valeurs figurant sur la liste de placement du Trust ; même pour lui, cependant, le Trust rigide présente l'avantage, non seulement de supprimer tous les petits tracasseries journaliers qu'occasionnent les valeurs mobilières (encaissement de nombreux coupons différents, correspondance, exercice des droits de souscription, etc...), mais encore de lui éviter les erreurs qu'il est appelé à commettre dans l'investissement de ses capitaux.

Au petit épargnant, d'autre part, le Trust rigide offre une occasion inespérée de participer au développement de l'ensemble des plus belles affaires industrielles du pays ; en achetant une seule part

bénéficiaire, d'un prix modique, il devient en somme actionnaire de toutes les entreprises de la liste !

2^o Une autre critique a porté sur la rigidité de leur portefeuille, mettant ainsi en discussion le principe même sur lequel ils sont basés.

Comment, a-t-on soutenu, alors qu'il est universellement reconnu qu'un portefeuille de titres doit être constamment surveillé, oser écarter, délibérément, le bénéfice d'une gestion prudente et habile ?

Comment avoir l'audace de prétendre faire — et uniquement en actions ordinaires — des placements à échéance de 99, 50 ou même 20 ans, alors que les conditions économiques évoluent sans fin et que les industries sont toujours sujettes aux risques d'adaptations délicates et parfois de transformations profondes ?

A ces arguments, les partisans des Trusts rigides répondent d'abord qu'une gestion de portefeuille n'est pas plus assurée de réussir que d'échouer et qu'il y a tout avantage à réduire au minimum l'élément humain d'incertitude qu'elle comporte toujours.

En second lieu, ils s'abritent, pour ce qui est du choix des actions ordinaires, derrière l'autorité des auteurs qui ont étudié la valeur respective, pour le placement à long terme, des actions et des obligations. Alors que ces dernières sont soumises aux variations parfois considérables du pouvoir d'achat de la monnaie et qu'elles courent, en outre, le risque de la défaillance de leur débiteur sans jamais participer à sa prospérité, les actions ordinaires, au contraire, échappent au premier inconvénient et tirent, de plus, plein bénéfice du développement des grandes entreprises dans lesquelles elles représentent une véritable association ; ce bénéfice se traduit par une plus-value dont la probabilité s'accroît à mesure que la période de temps envisagée

est plus longue, comme l'a établi M. Edgar Lawrence Smith dans le tableau suivant :

				Chances de plus-value des actions ordinaires	
Avant la fin de la 1 ^{re} année.....				63 chances	pour 100
—	2 ^e	—		78	—
—	4 ^e	—		90	—
—	7 ^e	—		97	—
—	10 ^e	—		98	—
—	15 ^e	—		99	—

Le risque industriel, enfin, est pratiquement éliminé par une judicieuse répartition des fonds. L'American Basic Business Shares Corporation en fournit l'exemple suivant, auquel le cas extrême envisagé prête une certaine éloquence :

Si le 1^{er} janvier 1900, un capitaliste avait placé, au cours moyen de l'année, une somme égale dans trente Sociétés, dont la National Biscuit Company, et si, par la suite, les vingt-neuf autres avaient complètement disparu, son capital primitif n'en aurait pas moins été intact, car, au 30 juin 1928, l'action National Biscuit Co valait 36 fois plus qu'en 1900 ; à supposer qu'au lieu de la National Biscuit Co, il eût possédé l'American Radiator, la proportion eût été de 63 au lieu de 36.

Un autre exemple de la sécurité obtenue par le fractionnement du portefeuille est donné dans le tableau ci-après, qui indique le montant investi dans chacune des 30 Sociétés de la liste de placement par Basic Industry Share, et, également, l'effet approximatif qu'aurait, sur le cours de la part, la défaillance complète de l'une de ces Sociétés.

3^o Une troisième critique concerne l'influence pernicieuse que peuvent avoir sur le marché les opérations massives des Trusts rigides ; ceux-ci, par définition, sont toujours acheteurs et jamais

Sociétés	Somme investie par Basic Industry Share \$	Baisse approxi- mative d'une Basic Industry Share en cas de défaillance d'une des Sociétés
American T. & T.	0,59	1/2 point
Du Pont.	0,47	1/2 —
U. S. Steel.	0,45	1/2 —
Union Pacific	0,32	3/8 —
American Radiator	0,32	3/8 —
Western Union.	0,31	3/8 —
L. and N. Railway	0,29	1/4 —
New-York Central	0,29	1/4 —
General Electric	0,27	1/4 —
Otis Elevator	0,26	1/4 —
International Harvester . .	0,24	1/4 —
Illinois Central	0,23	1/4 —
American Can	0,22	1/4 —
National Biscuit	0,21	1/4 —
Pensylvania Railway	0,21	1/4 —
Southern Pacific	0,20	1/4 —
Vacuum Oil	0,20	1/4 —
American Tobacco	0,20	1/4 —
Ingersoll Rand	0,18	1/8 —
Southern Railway	0,18	1/8 —
Timken	0,17	1/8 —
Woolworth.	0,16	1/8 —
Standard Oil of New- Jersey.	0,15	1/8 —
United Shoe Machinery . .	0,15	1/8 —
Westinghouse	0,14	1/8 —
Pullman.	0,13	1/8 —
Northern Pacific	0,12	1/8 —
Standard Oil of N. York . .	0,12	1/8 —
Standard Oil of Indiana . .	0,12	1/8 —
Standard Oil of California.	0,10	1/8 —

vendeurs, ce qui est de nature à fausser le jeu de

l'offre et de la demande, et à provoquer sur les titres, toujours les mêmes, qu'ils acquièrent, des mouvements de hausse tout à fait disproportionnés avec leur valeur intrinsèque et d'autant plus violents que leur marché serait devenu, à la suite d'achats antérieurs, plus étroit. On peut même aller jusqu'à prévoir un véritable «étranglement» d'un Trust par un groupe qui se serait rendu acquéreur de tout le flottant sur des titres que le Trust serait statutairement forcé d'acheter.

Inversement, à la dissolution du Trust, de gros paquets de titres se trouveront jetés sur le marché, qui ne pourra souvent les absorber qu'à des cours très inférieurs.

Le porteur de parts bénéficiaires de Trust risque donc d'être doublement pénalisé : ayant acheté au plus haut, il peut être contraint de vendre au plus bas.

Cette critique n'a pas laissé d'être sensible aux dirigeants des Trusts rigides. Ils ont tenté d'y répondre en montrant combien d'aussi sombres pronostics étaient loin de pouvoir se réaliser. MM. Throckmorton and Co, fondateurs de l'American Trustee Shares Corporation, notamment, dans une brochure de propagande, s'expriment ainsi, à ce sujet : Un simple problème d'arithmétique montrera combien éloignée se trouve la possibilité que les Diversified Trustee Shares, série B, ou d'autres titres analogues, influent matériellement sur le marché. 4 actions United States Steel, par exemple, sont déposées pour 1.000 Diversified Trustee Shares, série B. Le capital de l'United States Steel comprend environ 7.116.235 actions ordinaires. Pour qu'un « corner » (accaparement) des actions United States Steel soit effectué, il faudrait qu'il y ait 1.800.000.000 de parts des Diversified Trustee Shares, série B, en circulation.

Il est évident, au surplus, que les Trusts rigides ne recherchent que des titres dont le marché est très large, et que, d'autre part, il ne dépend pas

d'eux d'augmenter la puissance d'absorption du public, mais seulement de canaliser l'épargne dans telle ou telle direction.

Le fait, néanmoins, qu'ils se portent à peu près tous sur les mêmes grandes valeurs, sans se préoccuper aucunement du niveau de leurs cours, peut faire redouter que les craintes exprimées plus haut ne se réalisent, partiellement du moins, un jour ou l'autre. C'est aux fondateurs des nouveaux Trusts qu'il appartient d'y parer en jetant leur dévolu sur des placements que l'engouement du public n'aura pas encore portés à des taux prohibitifs.

4^o On a fait état, enfin, des bénéfices illicites que peuvent réaliser les fondateurs, soit en vendant au Trust des valeurs à des cours supérieurs à ceux auxquels ils les ont eux-mêmes acquises (1), soit en fixant le prix d'émission des certificats à un prix dépassant de beaucoup le coût des valeurs de la liste.

L'éventualité de pratiques malhonnêtes peut, certes, être envisagée. Toutefois, le fait que les Trusts rigides sont de véritables « maisons de verre » où chaque épargnant, en entrant, sait exactement ce qu'il y trouvera, ne paraît pas rendre les fraudes très redoutables.

Pour échapper à toute critique, d'ailleurs, certains grands groupes, comme l'American Basic Business Shares Corporation, n'acquièrent les valeurs d'un bloc que quand tous les certificats fractionnaires qui le composent sont placés.

Quelles conclusions tirer de ces polémiques ? Notons d'abord que les Trusts rigides, après avoir connu une période de grande vogue, paraissent ac-

(1) Ce reproche n'est d'ailleurs pas particulier aux Trusts rigides et a déjà été mis en avant au sujet des Trusts discrétionnaires.

tuellement ne se développer qu'à une cadence assez lente.

MM. Grover O'Neill and Co, dans les commentaires qui accompagnent leur statistique annuelle des Investment Trusts américains — où ils ne comprennent d'ailleurs pas les Trusts rigides — constatent que ceux-ci n'ont guère fait de progrès en 1928, alors qu'au contraire les Trusts discrétionnaires se sont considérablement accrus.

A quelles raisons attribuer ce ralentissement de la faveur du public ?

Peut-être la forte baisse enregistrée à la Bourse de New-York au printemps de 1928 a-t-elle donné à réfléchir aux capitalistes sur les dangers qu'il peut y avoir à acquérir des parts bénéficiaires de Trusts rigides, après une longue campagne de hausse (1) ?

Peut-être également les critiques énumérées plus haut ont-elles influencé le marché ?

Quoi qu'il en soit, constatons que le principe de fixité absolue du portefeuille sur lequel sont basés les Trusts rigides ne comporte pas, par lui-même, de vertu particulière.

Ses partisans soutiennent avec raison que les actions ordinaires sont de très bons placements offrant des perspectives de plus-value considérables, mais ils sont incapables, et pour cause, de démontrer en quoi le choix initial et irrévocable de certaines valeurs comporte de moindres chances d'erreur qu'une gestion avisée et prudente capable aussi bien de s'adapter aux conditions nouvelles

(1) Dans une brochure de propagande, l'American Basic Business Shares Corporation établit pourtant que si la crise du printemps de 1928 a occasionné une baisse moyenne de 23,1 % (par rapport aux plus hauts cours de 1928) sur un ensemble de 41 valeurs cotées au Stock Exchange de New-York, les Fixed Trust Shares n'ont enregistré qu'une baisse de 6 1/4 %, signe rassurant de stabilité.

qui peuvent survenir dans l'industrie que de rectifier les fautes de jugement inévitables dans tout calcul humain.

Ce qui, en résumé, paraît recommandable chez les Trusts rigides, ce n'est pas tant la rigueur de leur politique de placement que la publicité qu'ils donnent à leurs opérations et leur simplicité de structure propre à séduire l'épargnant moyen. C'est pour l'avoir compris que certains groupes ont lancé une nouvelle formule, les Trusts semi-rigides, que nous étudierons dans la section suivante.

Section IV. — Investment Trusts du type semi-rigide ou « Limited Management ».

Les Trusts du type semi-rigide sont intermédiaires entre les Trusts rigides et les Investment Funds.

Identiques aux premiers dans leur structure financière, ils s'en écartent en ceci qu'ils ne prétendent pas, comme eux, bâtir pour l'éternité ; s'ils limitent rigoureusement les pouvoirs de la direction, ils ont cependant un plan d'opérations qui permet, le cas échéant, d'échapper aux dangers d'une passivité absolue.

Selon leurs partisans, ils constituent un juste milieu entre les théories extrêmes : leurs détracteurs, au contraire, leur attribuent les inconvénients de l'une et de l'autre.

A). *Constitution.*

L'acte constitutif est toujours un contrat (Indenture) qui intervient entre la Société fondatrice et une Banque ou Trust Co, en vue du dépôt aux caisses de cette dernière de lots identiques de va-

leurs diverses, pour le compte des porteurs de certificats bénéficiaires à émettre.

Dans la mesure où l'Indenture laisse plus de pouvoirs à la direction, le rôle de la Banque dépositaire perd de son importance et bien que, dans la terminologie courante, on la désigne encore sous le nom de Trustee, il est permis de douter qu'elle en exerce réellement et juridiquement les fonctions.

La durée du contrat est habituellement plus courte que dans le cas des Trusts rigides ; elle varie de 15 à 30 ans : 20 ans est la normale. Parfois, une faculté de prorogation est prévue, pour éviter la liquidation à un moment défavorable.

B) *Structure financière.*

Elle n'appelle pas de longs commentaires, étant copiée sur celle des Trusts rigides.

Les parts bénéficiaires unitaires représentent généralement 1/1000^e du bloc des valeurs déposées ; elles sont émises en certificats de 5 titres et les multiples ; le prix d'émission, qui suit naturellement les fluctuations boursières, est assez faible, variant, suivant les Trusts, de 10 à 30 dollars, parfois davantage (1).

Les certificats ne comportent pas de droit de vote ; un cas exceptionnel est celui de l'Investment Trust of New-York, inc. dans lequel les porteurs de certificats votent au sujet des modifications à apporter à la liste de réserve (voir ci-dessous).

(1) Certains groupes ont essayé d'émettre des certificats libérables par paiements échelonnés : l'initiative ne paraît pas avoir rencontré grand succès.

C) *Placements.*1. *Liste primitive* :

Le point de départ des Trusts semi-rigides est le même que celui des Trusts rigides : c'est une liste de placements sérieusement étudiée et offrant toutes garanties de sécurité et de rendement ; cette liste est composée tantôt d'un panachage d'actions ordinaires prises dans les plus importants compartiments industriels, tantôt uniquement de valeurs de banques ou d'assurance ou de pétrole, tantôt d'obligations diverses.

La répartition des risques n'est donc pas toujours respectée ; mais les fondateurs de Trusts d'assurance ou de banque, par exemple, qui connaissent une très grande vogue, font valoir la stabilité exceptionnelle et durable de ces industries (1).

L'United States Shares Corporation, qui fut un pionnier dans le domaine des Trusts semi-rigides, n'a pas offert, depuis sa création, moins de neuf combinaisons différentes au choix des souscripteurs éventuels ; ce sont les :

Common Stock Trust Shares, série A.

Common Stock Trust Shares, série A-1.

Bond Trust Shares, série B.

Bank Stock Trust Shares, série C-1.

Bank Stock Trust Shares, série C-2.

Bank Stock Trust Shares, série C-3.

Canadian Bank Stock Trust Shares, série D.

Insurance Stock Trust Shares, série F.

Key Industry Trust Shares, série H (valeurs de pétrole).

(1) Le prospectus d'émission des Insuranshares Trust Certificates de l'Insuranshares Corporation spécifie : « Les économistes sont d'accord pour affirmer que même dans 100 ans, quels que soient les changements qui interviennent, les Compagnies d'assurance et les Banques constitueront des parties aussi vitales et nécessaires de notre armature industrielle qu'aujourd'hui ».

L'intitulé des certificats de chaque série indique l'emploi qui est fait des versements des participants.

Les deux plus récentes séries, Insurance Stock Trust Shares, Série F, et Key Industry Trust Shares, Série H, ont une contexture un peu spéciale. Ils comportent, en effet, un « collateral Fund » distinct des blocs identiques de valeurs déposées, et détenu séparément par le Trustee, pour le compte commun de tous les participants ; ce fonds sert à l'acquisition de valeurs qui ne peuvent être obtenues en quantités suffisantes pour entrer dans les blocs, tout en offrant des chances exceptionnelles de plus-values ; il est alimenté par une partie des versements des souscripteurs et au début constitue environ la moitié des placements.

L'Insuranshares Corporation a également émis, sous le nom d'Insuranshares Trust Certificates, plusieurs séries de certificats, toutes uniquement composées de valeurs d'assurance et de banque.

L'Investment Shares Corporation, l'Investment Trust of New-York, l'Investing Corporation of America, ont choisi pour les Trusts qu'ils ont fondés des listes panachées, comportant généralement un plus grand nombre de valeurs que celles des Trusts rigides. —

II. *Substitutions à la liste primitive :*

C'est l'autorisation donnée à la direction — assurée normalement par la Société fondatrice — d'apporter certaines modifications à la liste de placements primitive, qui constitue le trait distinctif des Investment Trusts semi-rigides.

L'esprit dans lequel ces modifications doivent être opérées est bien indiqué par la phrase suivante,

extraite d'une lettre adressée à l'auteur par l'United States Shares Corporation : La direction peut faire des substitutions dans la liste des valeurs déposées, mais, dans les strictes limites fixées par le contrat de Trust, de tels changements ne doivent être effectués que pour améliorer le Trust et sauvegarder les intérêts des participants.

Les limites fixées par l'Indenture sont plus ou moins étroites suivant les Trusts. Souvent, comme dans le cas des Trusts de l'United States Shares Corporation, elles concernent seulement les caractéristiques générales que doivent présenter les titres acquis en remploi, ainsi que certaines proportions qui ne doivent pas être dépassées, à la suite des diverses substitutions.

Le « Trust Agreement » des Common Stock Trust Shares, Série A, après avoir stipulé que des substitutions de titres déposés ne seront faites « que si les dividendes ou le principal de ces titres paraissent en danger, ou si, par leur vente, un bénéfice échoit au Trust », dispose que :

1° Pas plus de 3 % de l'ensemble des placements d'un bloc ne pourront, par suite d'une telle substitution, être investis dans les titres d'une même Société.

2° Aucun titre ne sera acquis en remploi s'il a une cote inférieure à B, au Moody.

3° Pas plus de 10 % de l'ensemble des placements d'un bloc ne pourront, par suite d'une telle substitution, être investis en valeurs ayant une cote inférieure à B a, au Moody.

4° Pas plus de 50 % de l'ensemble des placements d'un bloc ne pourront, par suite d'une telle substitution, être investis en valeurs ayant une cote inférieure à B aa, au Moody.

5° Pas moins de 20 % de l'ensemble des placements d'un bloc ne devront, par suite d'une telle substitution, être investis en valeurs cotées A ou mieux, au Moody.

6° Pas plus de 12 % de l'ensemble des placements d'un bloc ne pourront, par suite d'une telle substitution, être investis en valeurs de la même industrie, sauf dans les chemins de fer et les entreprises de services publics, où le pourcentage maximum sera de 20 %.

7^o Aucun titre ne sera acheté en remploi, à moins qu'il n'ait payé un dividende dans les six mois qui auront précédé l'acquisition et à moins qu'il ne soit coté à New-York, Boston ou Chicago.

8^o Toutes les substitutions s'appliqueront à tous les blocs déposés aux caisses du Trustee, de sorte que le caractère identique de chaque bloc soit maintenu.

9^o Tous les projets de substitution, dûment motivés, seront soumis au Trustee avant d'être accomplis.

10^o Les participants seront prévenus, au moins tous les trois mois, des changements effectués.

Les intérêts des participants paraissent bien défendus ; la clause 9, notamment, est particulièrement opportune, bien qu'à vrai dire, il ne soit pas établi, qu'en définitive, le Trustee ait le droit de s'opposer à un remploi.

Les Trusts de l'Investing Corporation of America et de l'Investment Corporation of North America sont soumis à des réglementations analogues...

Mais un autre mode de limitation semble avoir acquis, depuis quelque temps, une certaine vogue. Il s'agit de l'établissement, à côté de la liste primitive, d'une deuxième liste, généralement moins nombreuse, appelée liste de réserve, où doivent être puisés les titres acquis en remploi ; à première vue, on ne voit pas très bien l'avantage de la combinaison ; si les titres de la liste de réserve n'ont pas été choisis pour la liste primitive, serait-ce qu'on les considère comme inférieurs aux autres, comme de simples « doublures » ?

Apparemment, il n'en est rien : des titres qui ont les honneurs de la liste primitive des Investment Trust Shares émis par l'Investment Shares Corporation (of California), comme l'Atchinson, Topeka and Santa Fé Railway, et la Standard Oil Co of New Jersey, ne figurent que sur la liste de réserve des Collateral Trustee Shares de l'Investment Trust of New-York... Il faut donc penser que la liste de

réserve n'est créée que pour donner plus d'élasticité aux opérations du Trust; mais c'est une élasticité un peu factice, puisqu'elle est établie à la fondation une fois pour toutes.

L'Investment Trust of New-York a paré à l'objection en prévoyant que « trois nouvelles valeurs pourront être substituées, tous les six mois, sur la liste de réserve en vue de maintenir son « standing » actuel. Communication des changements envisagés sera donnée aux participants qui pourront exprimer leur opinion par un vote... ».

III. *Réserves :*

Un certain nombre d'Indentures de Trusts semi-rigides prévoient la constitution d'une réserve alimentée généralement par les profits sur réalisations de titres.

Le fonds de réserve des Bank Stock Trust Shares, Série A 3 de l'United States Shares Corporation présente les caractéristiques suivantes :

1^o Le fonds de réserve achète au Trust les dividendes-titres et les droits de souscription sur les valeurs déposées. Il exerce ces droits pour acquérir de nouvelles actions.

2^o Il paye les impôts, s'il y a lieu, et la rémunération du Trustee.

3^o Au cas où la valeur liquidative des blocs tomberait au-dessous de celle qu'ils avaient à la dernière date de détachement de coupon, le montant nécessaire pour combler la différence est prélevé sur le fonds de réserve.

Sur le surplus disponible du fonds de réserve, s'il y en a un :

a) La part représentant la moitié des profits versés à ce fonds durant les six mois précédents est répartie comme dividende ;

b) Si le rendement des certificats, d'après les cours en Bourse au jour du paiement du dernier dividende, est inférieur à 5 %, le montant nécessaire pour combler la différence est prélevé sur le fonds de réserve.

C'est là, semble-t-il, un mécanisme un peu compliqué ; d'autres sont plus simples, comme celui de l'Investment Trust of New-York, Inc., qui dispose seulement que les bénéfices sur arbitrages de valeurs seront accumulés au profit des participants ; la Participating Investors Shares Corporation prévoit également la constitution d'un fonds de réserve, par imputation des profits sur réalisation de titres, et jusqu'à concurrence de \$ 1.500 par bloc de valeurs ; ce chiffre une fois atteint, tous les bénéfices, de quelque source qu'ils proviennent, sont répartis aux participants.

Quelques Trusts, comme l'Investing Corporation of America et l'Investment Corporation of North America, qui n'ont pas de réserve séparée, aboutissent à un résultat analogue en disposant que les bénéfices sur réalisations de titres et les dividendes-titres doivent être ajoutés au capital.

IV. *Placements à court terme :*

Bien qu'à première vue, les placements à court terme paraissent contraires au principe même d'investissement à longue échéance sur lequel sont basés les Trusts semi-rigides, un bon nombre d'Indentures autorisent le remploi provisoire des fonds disponibles provenant soit de ventes de titres, soit du fonds de réserve, en valeurs à court terme (acceptations de banques, prêts à vue, obligations gouvernementales) en attendant que des occasions favorables de placement surviennent. L'Investment Trust of New-York, Inc., l'Investment Shares Corporation, l'Investing Corporation of New-York, notamment, ont introduit cette clause dans leurs contrats.

Comme le fait remarquer, avec quelque raison, le Dr Steiner : la signification presque révolutionnaire

d'une clause autorisant les placements à court terme n'est souvent pas réalisée. Au lieu d'imposer au Trust une fidélité d'esclave à des règles immuables, elle donne une liberté de manœuvre qui rend le Trust analogue à un Investment Fund. Le bloc des valeurs déposées devient simplement une modalité pratique pour la vente des certificats et un symbole plutôt qu'une entrave.

C'est tout à fait exact, et l'expression de Trust semi-rigide n'a plus rien qui convienne à certains groupements qui n'en possèdent, somme toute, que l'apparence extérieure ; celle-ci est souvent assez ambiguë pour qu'une équivoque subsiste qui risque d'induire en erreur l'épargnant ; il est à souhaiter qu'à l'avenir une ligne de démarcation plus nette soit, d'une manière ou d'une autre, établie.

D) *Répartition des bénéfices.*

Les bénéfices provenant de dividendes encaissés sur les valeurs déposées et de toutes autres sources sont usuellement répartis par coupons semestriels aux participants.

Les droits de souscription sont généralement vendus et considérés comme revenu courant ; les dividendes-titres, par contre, capitalisés, soit par addition au bloc primitif, soit par affectation à la réserve.

Le prospectus des Bank Stock Trust Shares, Série C 3, de l'United States Shares Corporation, énumère ainsi les diverses sources de bénéfices :

1^o Dividendes en espèces, réguliers et extraordinaires, encaissés sur valeurs déposées et sur valeurs de la réserve.

2^o Produit de la vente de droits.

3^o Une moitié des profits sur réalisations de titres obtenus au cours des six mois précédents (l'autre moitié servant à constituer le fonds de réserve).

4^o L'intérêt payé par le Trustee sur les espèces appartenant au Trust déposées à ses caisses.

5° Si le revenu global provenant des quatre sources citées est insuffisant pour permettre un dividende de 5 %, la somme nécessaire pour combler la différence est fournie par la réserve.

Dans la plupart des Trusts, il n'y a pas de minimum fixé ; l'Investing Corporation of America comporte une modalité spéciale ; tant que 5 % d'intérêt ne sont pas répartis aux participants, la direction n'est pas rémunérée.

E) Dépenses d'organisation et frais de gestion.

Les dépenses d'organisation et frais de gestion sont imputés diversement suivant les Trusts.

Tantôt il y est pourvu, comme dans le cas des Trusts rigides par une prime incorporée au prix d'émission des certificats. C'est le cas des Collateral Trustee Shares émis par l'Investment Trust of New-York, Inc. ; celui-ci reçoit à l'origine, comme unique compensation des frais d'organisation et de gestion, une somme équivalente à 9 % du prix de vente des certificats ; les Bank Stock Trust Shares, Série A, émis par la Participating Investors Shares Corporation ont un régime analogue.

A notre sens, ce système présente pour les Trusts semi-rigides un grave inconvénient ; la direction, de qui dépend grandement la prospérité du Trust, ne doit pas être rémunérée une fois pour toutes, au début et avant même que d'avoir fait ses preuves ; c'est vraiment lui donner de trop grandes tentations de se désintéresser complètement de la marche des affaires du Trust, en le laissant voguer à la dérive jusqu'à sa dissolution.

Le seul système recommandable est celui qui consiste à prévoir, pour la direction, un tant pour cent annuel sur les bénéfices réalisés, ou tout au

moins sur le capital du Trust ; c'est d'ailleurs le procédé qu'adoptent beaucoup d'Indentures.

Les Bank Stock Trust Shares — 3^e Série — émis par l'United States Shares Corporation paient à celle-ci, pour frais de gestion et de surveillance, 1/10^e % de la valeur en capital du fonds de Trust.

L'Investing Corporation of America, qui gère le portefeuille des Investment Trust Certificates, Série A, reçoit annuellement 15 % des bénéfices, après répartition d'un intérêt de 5 % aux participants et, en outre, à l'expiration du Trust, 15 % de la plus-value en capital enregistrée par l'ensemble des valeurs du portefeuille ; cela paraît une bonne formule de participation aux bénéfices.

En dehors des frais de gestion, les seules déductions que subissent les revenus du Trust sont la rémunération, généralement modique, du Trustee pour droits de garde et débours divers et les impôts.

F) *Impôts.*

La question des impôts est réglée de la même manière que pour les Trusts rigides.

Les certificats bénéficiaires sont, de l'avis des compétences, exempts du Federal Income Tax normal ; en cas de décès, les certificats compris dans une succession ne sont soumis qu'à l'impôt fédéral et à l'impôt de l'Etat du domicile du défunt.

G) *Cotation et conversion des certificats.*

Emis dans le public d'une manière continue — avec, parfois, des méthodes de publicité intensives

qui ont soulevé certaines critiques —, les certificats bénéficiaires des Trusts semi-rigides sont généralement inscrits sur les cotes des journaux financiers, sous la rubrique « Investment Trusts » ; ils ont un marché assez actif, entretenu et animé d'ordinaire par la Société fondatrice.

En dehors de cela, chaque porteur du nombre de certificats suffisant pour composer un bloc peut les échanger, aux caisses du Trustee, contre les titres et espèces déposés ; parfois même, le porteur d'un nombre quelconque de certificats peut obtenir le remboursement en espèces de sa quote-part dans l'actif du Trust.

CHAPITRE IV

POLÉMIQUES ET DISCUSSIONS QU'ONT SOULEVÉES LES INVESTMENT TRUSTS AUX ÉTATS-UNIS D'AMÉRIQUE

Un mouvement de l'ampleur de celui qui a permis aux Investment Trusts, presque inconnus du public américain après la guerre, de devenir en peu de temps un élément important du marché financier, n'a pu se faire sans soulever d'ardentes polémiques, et provoquer de nombreuses discussions.

Celles-ci ont porté principalement sur la question de savoir s'il convenait d'élaborer une législation spéciale pour les Investment Trusts ou si le cadre des lois actuelles suffisait à la fois à l'exercice normal de leur activité et à l'efficacité de la surveillance que l'administration entend exercer sur eux.

Plusieurs initiatives émanant soit des milieux officiels, soit de groupes privés ont été prises en vue de rechercher d'abord les règles idéales auxquelles devraient se conformer les Investment Trusts et de proposer ensuite des mesures pratiques de réalisation.

Section I. — Enquête de l'Attorney Général Ottinger.

Parmi ces initiatives, une des plus intéressantes paraît avoir été l'enquête menée par M. Ottinger, Attorney Général (1) de l'Etat de New-York, en

(1) L'attorney général (procureur général) est un fonctionnaire

1927 ; le rapport copieux auquel elle aboutit et dont la documentation était principalement tirée des réponses à un questionnaire adressé à tous les Investment Trusts opérant sur le territoire de l'Etat, contenait de longs développements sur les caractéristiques principales des Investment Trusts américains ; il signalait en passant les pratiques regrettables auxquelles s'étaient livrées quelques Sociétés et critiquait notamment assez sévèrement le mode de fonctionnement de certains Investment Trusts du type rigide.

Les conclusions générales étaient les suivantes :

L'enquête que nous avons menée a été assez large et assez approfondie pour englober tous les aspects du problème. Notre conclusion est que les Investment Trusts, qui manient actuellement des centaines de millions de \$ de l'épargne américaine avec des buts de placement, sont chargés d'une responsabilité particulièrement lourde vis-à-vis du public. Nous recommandons fortement une législation qui soumette ces sociétés à la surveillance des autorités de l'Etat de New-York.

Le « Martin Act » qui donne à l'Attorney Général le droit d'enquêter sur la marche des affaires des Sociétés qui vendent leurs titres sur le territoire de l'Etat constitue une protection suffisante contre les valeurs de Sociétés frauduleuses.

Mais ce n'est pas une pareille protection qui convient dans le cas des Investment Trusts ; ce qui est indispensable c'est surtout l'assurance donnée au public :

1^o Que le personnel dirigeant des Trusts soit composé d'hommes énergiques, honnêtes et responsables ;

2^o Que ceux-ci soient disposés à témoigner de leur confiance dans les Sociétés qu'ils dirigent en y plaçant une partie substantielle de leurs propres fonds ;

3^o Que les livres de comptabilité et les comptes soient régulièrement tenus, et des rapports périodiques et explicites adressés aux participants.

Il est certain que les abus toujours à craindre seraient

qui, dans l'Etat de New-York, est chargé entre autres attributions de la surveillance des Sociétés et de l'application de la loi sur les fraudes (Martin Act).

combattus avec succès si un fonctionnaire de l'Etat était investi des pouvoirs nécessaires pour :

1° Refuser l'incorporation aux Sociétés inaptes ou malhonnêtes ;

2° Examiner les projets originaux et les prospectus, avec le droit de rejeter les plans mal conçus ;

3° Requérir des rapports et examiner périodiquement les livres et les comptes des Investment Trusts.

L'enquête a permis d'établir un certain nombre de règles de conduite qui ont été appliquées avec succès par de grands Investment Trusts étrangers et aussi par les mieux patronnés des Trusts américains. Ces règles sont résumées ci-dessous :

1° Un Investment Trust, particulièrement à cause de la nature financière et publique de ses opérations, ne doit payer qu'un pourcentage de frais modique pour son capital.

(Les Investment Trusts anglais étant pour la plupart de constitution ancienne ne supportent que des frais relativement peu élevés lors de leurs augmentations de capital. Les frais d'organisation et d'émission des Investment Trusts américains se sont montés jusqu'à 20% quoique, en certains cas, ils aient été beaucoup moins élevés, même parfois inférieurs à 2 %. Nous estimons que 10 % est un maximum qui ne devrait pas être dépassé).

2° Le but primordial d'un Investment Trust est le placement en valeurs mobilières.

(Toute infraction à cette règle doit être condamnée. Les négociations à terme, les participations à des syndicats boursiers sont des opérations entièrement incompatibles avec l'activité normale des Investment Trusts).

3° Des évaluations périodiques (au moins annuelles) de l'actif, du passif, des revenus et frais généraux doivent être faites par des experts comptables indépendants et des extraits de ces évaluations doivent être adressés à tous les participants.

(La présentation des bilans et comptes de profits et pertes au fonctionnaire chargé de la surveillance des Investment Trusts et les investigations dudit fonctionnaire ne remplaceront pas un examen attentif par des experts comptables qualifiés).

4° La légalité de toutes les émissions doit être attestée d'une manière formelle.

(Aucune Société ne devra proposer à l'émission des titres dont la conformité légale n'aura pas été certifiée par des

Conseils juridiques. Copie de la consultation de ces Conseils devra être fournie sur demande à tout requérant).

5° Tout le passif éventuel doit être inscrit au bilan et clairement indiqué dans les prospectus.

(Le capitaliste doit avoir le moyen de se rendre compte du passif éventuel de la Société par suite de placements en valeurs de banque ou d'établissements hypothécaires ou en toutes autres valeurs pouvant donner lieu à des appels supplémentaires de fonds. Tout autre élément du passif de nature à diminuer les droits des participants doit être clairement indiqué dans les prospectus).

6° Les prospectus et autres imprimés doivent préciser d'une manière convenable le caractère de la Société et la nature des titres offerts.

(L'usage d'évaluations optimistes des bénéfices futurs doit être condamné. L'emploi de termes sobres et l'absence de littérature est à recommander. Le montant exact de la partie des fonds qui sera employée à l'achat des valeurs et le degré de liquidité et de négociabilité de ces valeurs doivent être dûment précisés).

7° Les prêts et autres transactions avec les administrateurs, directeurs, trustees ou Compagnies affiliées pour la vente ou l'achat de valeurs doivent être proscrits.

(La facilité et la tentation d'abuser des circonstances pour fixer arbitrairement les prix d'achat ou de vente des valeurs sont d'importance suffisante pour être prévues et interdites dans les statuts ou autres actes constitutifs).

...Tels sont les principes généraux auxquels l'Attorney Général estimait que tous les Investment Trusts auraient dû se conformer...

Mais comment s'assurer de l'observation de ces principes ? M. Ottinger remarquait qu'il n'y avait à l'époque où il écrivait dans la *Banking Law* de l'Etat de New-York aucune disposition qui permît l'incorporation des Investment Trusts et leur soumission aux enquêtes du « SuperIntendent of Banks » (1). Ne convenait-il donc pas de modifier la loi en vue de la rendre applicable aux Investment Trusts ?

(1) Fonctionnaire chargé dans l'Etat de New-York du contrôle des banques.

C'est la question que M. Ottinger se posait et qu'il résolvait, nous allons le voir, par l'affirmative, mais pas avant d'avoir discuté les inconvénients et les avantages de cette solution.

A). — Ses inconvénients.

1^o La difficulté extrême de trouver une définition à la fois assez souple pour y comprendre les trois grandes catégories d'Investment Trusts et assez précise pour exclure toutes les Sociétés pour qui la vente et l'achat de valeurs ne constituent qu'une activité accessoire, les associations de capitaux privés et les Holding Cies.

2^o L'impossibilité pratique de toute mesure tendant à substituer pour le choix des placements le jugement d'un fonctionnaire à celui des dirigeants des Investment Trusts.

3^o L'approbation virtuelle que l'Etat semblerait donner aux Sociétés organisées sous son contrôle, et qui pourrait impliquer de sa part une trop grande responsabilité.

4^o Les dépenses supplémentaires imposées au budget de l'Etat par suite de nouveaux rouages administratifs à créer.

L'Investment Trust n'accomplissant aucune des fonctions de la banque ne devient pas, comme elle, disait-il, par suite de ses rapports constants avec le public, un créancier ou un débiteur de la communauté. Personne n'est forcé d'acheter les actions d'un Investment Trust alors que tout le monde doit faire appel aux services d'une banque. Le grand public n'est pas intéressé dans les affaires des Investment Trusts ; seuls leurs actionnaires le sont et encore pas davantage que les actionnaires de n'importe quelle autre Société. Certes la capacité et l'honnêteté

sont des qualités nécessaires dans toutes les entreprises commerciales et industrielles, mais on n'a jamais songé pour cela à substituer même en partie dans la conduite de leurs affaires la responsabilité de l'Etat à celle de leurs dirigeants. Cette constatation est sans aucun doute la critique la plus sérieuse que l'on puisse faire à tout projet de réglementation des Investment Trusts.

B). — Ses avantages.

1^o Une réglementation analogue à celle qui s'applique déjà aux banques, Trust Companies et Investment Companies permettrait au « Superintendent of Banks » ou au fonctionnaire compétent de refuser la charte d'incorporation à des fondateurs inaptes ou malhonnêtes;

2^o Elle stipulerait un minimum de capital payé en espèces ;

3^o Elle prévoirait une publicité obligatoire et un contrôle adéquat.

M. Ottinger était d'avis que les avantages l'emportaient sur les inconvénients. Il observait que les Investment Trusts, bien qu'occupant déjà une place importante dans l'armature financière du pays, n'avaient traversé encore aucune crise qui eût mis à l'épreuve leur vitalité. Le moment était donc venu, d'après lui, d'adopter des mesures constructives qui pussent servir de guide à l'avenir. Trop souvent, disait-il, on laisse aux initiatives privées licence de se développer sans règles ni méthodes et l'on attend pour intervenir une crise ou une catastrophe ; alors on prend des dispositions restrictives souvent draconiennes, « verrouillant ainsi la porte de l'écurie lorsque le cheval a été volé ».

M. Ottinger voulait « verrouiller la porte alors que le cheval est encore là ». C'est à quoi tendait son projet de législation qui devait avoir les résultats suivants :

a) Permettre aux promoteurs capables et honnêtes d'obtenir l'incorporation sous le régime de la « Banking Law » de l'Etat de New-York.

b) Permettre au « Superintendent of Banks » de juger, en connaissance de cause, les aptitudes et la compétence des organisateurs d'Investment Trusts, et de se rendre compte de la solidité des bases financières des Sociétés en formation.

c) Permettre au « Superintendent of Banks » de surveiller la marche des affaires des Investment Trusts par l'examen périodique de leurs comptes, en leur signalant au besoin les pratiques irrégulières et en les forçant à y renoncer.

d) Enfin et surtout, amener graduellement l'opinion publique à distinguer entre les Sociétés honnêtes et bien dirigées qui se soumettront à la législation nouvelle, et celles qui tenteront d'y échapper. Toutes les Sociétés de placement incorporées dans l'Etat de New-York devront comprendre dans leur raison sociale les mots Investment Trusts... dont la loi interdira, au contraire, l'usage aux Sociétés non incorporées. Ainsi le public reconnaîtra-t-il facilement les Investment Trusts authentiques et ceux qui tout en essayant de vendre leurs titres sur le territoire de l'Etat, refuseront de se plier aux prescriptions légales. Contre ces dernières Sociétés, d'ailleurs, le Martin Act pourra intervenir efficacement.

Les principes posés par M. Ottinger se concrétisaient sous forme de proposition de loi tendant à modifier certaines parties de la législation commerciale alors en vigueur dans l'Etat de New-York. Ses amendements, au nombre de six, étaient les suivants :

I. — Un amendement à la Banking Law (Section II) tendant à compléter l'énuméré des personnes ou associations à qui les dispositions de la loi sont applicables.

Cet amendement avait pour but de faire entrer les Investment Trusts dans le cadre de la loi.

II. — Un amendement à la Banking Law par l'adjonction d'un nouvel article prévoyant l'incorporation et la réglementation des Investment Trusts.

III. — Un amendement à la Stock Corporation Law (loi sur les Sociétés par actions) tendant à modifier les dispositions concernant les actions ordinaires et de préférence.

Cet amendement était nécessaire pour permettre aux Investment Trusts d'émettre des actions de préférence dont l'usage est interdit aux banques.

IV. — Un amendement à la section 6 de la General Corporation Law (Loi générale sur les Sociétés) tendant à modifier les dispositions concernant les raisons sociales des Sociétés.

Cet amendement avait pour objet d'autoriser l'emploi des mots « Investment Trust » et « Securities » dans la raison sociale de certaines corporations.

V. — Un amendement à la section 210 de la Tax Law (loi d'impôt).

Cet amendement était destiné à exempter les Investment Trusts de la taxe sur les « Mercantile Corporations » (Sociétés commerciales).

VI. — Un amendement à la section 182 de la Tax Law tendant à définir la proportion du capital des Investment Trusts incorporés dans l'Etat de New-York qui sera soumise à la Franchise Tax (droit de patente)...

Ces amendements (1) furent soumis aux Chambres

(1) D'ailleurs modifiés à deux reprises.

de l'Etat de New-York, au début de 1928. Adoptés sans grandes difficultés au Sénat par 38 voix contre 13, ils se heurtèrent, au contraire, à l'Assembly (Chambre des Représentants), à une forte opposition ; le représentant Mac Fadden, notamment, dans un discours motivé, se déclara partisan d'une réglementation fédérale ; il prétendit que les Investment Trusts n'avaient été étudiés en Amérique que d'une façon superficielle et traita même le rapport de M. Ottinger de « compilation hâtive ».

...Bref la session prit fin sans qu'un vote ait été acquis ; bien plus, une proposition concurrente, tendant à prolonger d'un an la durée du Comité parlementaire d'Etude des Banques d'épargne (1) en lui fournissant les pouvoirs nécessaires pour mener une enquête générale sur le marché des valeurs mobilières, fut adoptée...

C'était un coup direct contre l'Attorney General ; celui-ci répondit par une lettre où il mettait en relief, d'une part le danger qu'il y avait à reculer encore une décision nécessaire et de l'autre, l'impossibilité d'aboutir, par la voie parlementaire, à des résultats comparables à ceux que lui-même, dans son enquête approfondie, facilitée par les pouvoirs d'investigation qu'il tenait du « Martin Act », avait pu obtenir.

Les choses en sont restées là...

A quels motifs faut-il attribuer l'échec des propositions de M. Ottinger ? Bien que certains l'aient mis sur le compte d'une certaine rivalité politique entre le Sénat et la Chambre des Représentants, il semble que ce soit principalement l'influence de Wall Street qui se soit fait sentir pour repousser un projet qui, s'il avait été adopté, aurait frappé de servitudes gênantes un domaine jusqu'alors largement ouvert aux libres initiatives de la Finance.

(1) Saving Banks.

Section II. — La Réglementation californienne.

Le Commissioner of Corporations (fonctionnaire chargé de l'application de la loi sur la mise en vente des valeurs mobilières, dite Loi Blue-Sky) possède, dans l'Etat de Californie, les pouvoirs suffisants pour prendre, de sa propre autorité, des arrêtés réglementaires ayant force de loi.

Usant de ces pouvoirs, M. Friedlander, Commissaire en fonctions, a élaboré, au début de 1928, une série de 18 règles auxquelles doivent se conformer les Investment Trusts désireux d'exercer leur activité sur le territoire de l'Etat.

Les principales dispositions en sont résumées ci-dessous :

I, II et III. — *a)* Des références appropriées quant à l'honnêteté, la réputation et la compétence des administrateurs et autres dirigeants,

b) un exposé détaillé du plan d'opérations projeté, devront être soumis au State Commissioner, préalablement à l'exercice de toute activité sur le territoire de l'Etat.

IV et V. — L'activité essentielle des Investment Trusts devra consister en l'achat et la vente de valeurs mobilières dans des buts de placement et s'étendre au plus grand nombre possible de titres de bonne classe et de réalisation facile. Les statuts devront interdire la création et le lancement d'entreprises.

VI, VII, VIII et IX. — Les administrateurs, membres de la direction et trustees ne devront pas, en ce qui concerne le placement des fonds du Trust, traiter avec lui, soit pour leur compte personnel, soit pour celui de Sociétés dans lesquelles ils seraient intéressés, ni tirer aucun avantage direct ou indirect d'affaires faites avec le Trust.

Les fondateurs devront souscrire en espèces au moins 20 % du capital initial.

La rémunération des administrateurs et membres de la direction devra être modérée ou tout au moins en rapport avec leurs charges et responsabilités.

X. — Les frais d'émission ne devront pas dépasser 10 % de la tranche émise et seront amortis dans un délai normal, d'après les règles comptables usuelles.

XI et XII. — Les Investment Trusts ne devront pas placer plus de 5 % de leurs fonds dans les titres d'une même Société ; les entreprises dans lesquelles ils investiront des fonds devront avoir obtenu des résultats satisfaisants pendant trois ans, au moins.

XIII. — Ils ne pourront contracter d'emprunt pour un montant supérieur à 50 % de leur actif réalisable — y compris les valeurs de leur portefeuille estimées à leur prix en bourse.

XIV, XV et XVI. — Ils devront communiquer deux fois par an au « State Commissioner » leurs bilans et comptes de profits et pertes certifiés par un expert comptable et adresser les mêmes documents aux participants ou actionnaires, ainsi que la liste de toutes les valeurs du portefeuille.

Les prospectus et autres imprimés mis en circulation devront indiquer d'une manière exacte la nature de leurs opérations.

XVII. — Ils ne devront ni participer à des syndicats boursiers, ni faire d'opérations à terme.

XVIII. — Ils devront, avant toute distribution de dividendes, placer 10 % de leurs bénéfices aux réserves, jusqu'à ce que celles-ci s'élèvent à 25 % du capital social.

L'initiative de M. Friedlander constitue le premier, et jusqu'ici le plus typique exemple de réglementation positive qui ait été effectivement appli-

quée en Amérique aux Investment Trusts. Dans la pensée de M. Friedlander, cette réglementation n'est d'ailleurs pas le moins du monde intangible ; elle peut être modifiée selon les circonstances, si le besoin s'en fait sentir et n'a pas le caractère rigide d'une loi.

Malgré les dispositions sévères qu'elle comporte — notamment en ce qui concerne la participation exigée des fondateurs, la publicité du portefeuille et la constitution obligatoire de réserves — elle n'a pas été mal accueillie des milieux d'affaires californiens. Le rapport de la commission nommée en mai 1928 par la Chambre de commerce de Los Angeles pour enquêter — à titre privé — sur les Investment Trusts reconnaît, en effet, dans sa conclusion, que la réglementation de M. Friedlander constitue un moyen très satisfaisant de protection de l'épargne. La seule réserve qu'il croit devoir faire concerne la transformation éventuelle, qu'il déconseille fortement, de cette réglementation en loi.

Pour conclure, il est incontestable que M. Friedlander a eu le mérite d'apporter une solution pratique à un problème délicat. La critique la plus grave qu'on puisse lui faire est de ne pas avoir défini avec précision les caractères fondamentaux auxquels sont reconnaissables les Investment Trusts ; il est significatif, à cet égard, que M. Giannini, président de la Bancitaly Corporation, qui est l'une des plus importantes Sociétés de Placement des Etats-Unis, se soit cru obligé de déclarer, dans une interview, que la Bancitaly ne serait pas justiciable de la nouvelle réglementation participant plutôt de la nature d'une Holding. Le point de vue paraît très défendable, mais cet exemple fait toucher du doigt les difficultés qui peuvent s'élever au sujet

de la délimitation exacte des Sociétés auxquelles les règles californiennes seront applicables.

Section III. — Les Recommandations de l'Association des Banquiers de placement des Etats-Unis. — (I. B. A.)

L'Investment Bankers Association of America (Association des Banquiers de placement des Etats-Unis) a tenu sa 17^e assemblée annuelle en octobre 1928 à Atlantic City. Le rapport du Comité sur les Investment Trusts contient des suggestions intéressantes sur diverses questions qui les concernent.

Il critique tout d'abord l'usage du terme « Investment Trust » appliqué à des Sociétés qui, en réalité, ne possèdent aucun caractère fiduciaire, et propose, en remplacement, l'emploi de l'expression « Investment Co ».

Il remarque ensuite la tendance regrettable du moment à considérer les Investment Trusts comme le seul domaine où la malhonnêteté et l'escroquerie puissent se donner libre cours : on a fait valoir, dit-il, la possibilité pour les dirigeants d'un Investment Trust d'acheter des valeurs pour leur propre compte et de les revendre ensuite avec bénéfice à leur Société. Mais n'est-il pas également facile aux dirigeants d'une filature de coton, ou d'une compagnie caoutchoutière, ou d'une entreprise métallurgique, ou de tous autres établissements industriels, de tirer profit de matières premières acquises pour la Société ?

Il soulève ensuite certains problèmes spéciaux comme celui de la publicité ou de la non publicité du portefeuille qu'il préconise en fin de compte, car, dit-il, « moins la direction donne d'informations, plus sa responsabilité devient lourde » ; il s'élève contre la coutume qui s'est établie chez certains Trusts de publier des comptes de profits et pertes couvrant une courte période, un trimestre par exem-

ple, et indiquant un bénéfice de \$: tant, équivalant à un bénéfice de \$: tant, par action, mais sans spécifier la part de ce bénéfice qui provient de revenus encaissés et celle qui découle de réalisations de titres avantageuses...

Cette méthode peut, en effet, conduire à de graves erreurs d'interprétation : les bénéfices sur réalisations peuvent avoir été exceptionnels et ne pas se renouveler à la même cadence, alors que le public sera fatalement tenté de convertir les chiffres fournis sur une base annuelle ; il faut donc que les bilans et comptes de profits et pertes s'étendent à une période suffisamment longue : une année ou un semestre, au minimum, et qu'ils fassent ressortir l'origine et la nature exacte des bénéfices...

Les conclusions générales sont les suivantes :

Nous sommes pour le moment tout à fait opposés à une réglementation quelconque qui établirait des formes légales telles que des promoteurs peu scrupuleux pourraient en observer la lettre, en s'en servant comme d'un appât pour attirer la confiance du public. Nous sommes opposés à une réglementation qui entraverait les initiatives des personnes honnêtes et capables et leur interdirait un champ d'activité légitime et profitable. Nous préconisons la généralisation par la coutume ou, si cela est nécessaire, par la loi, de la pratique de communiquer aux participants ou participants éventuels du Trust des informations suffisantes pour leur permettre de porter un jugement sur la qualité des dirigeants et la nature des affaires de la Société ; puis, s'il est reconnu utile d'exercer une surveillance plus effective, nous sommes partisans de le faire en donnant aux autorités des Etats particuliers les pouvoirs de poursuite nécessaires pour éliminer rapidement les entreprises frauduleuses.

Ces conclusions ne font en somme que reproduire, quoique sous une forme atténuée, une opinion précédemment émise par le même comité suivant laquelle une législation du type Blue Sky (c'est-à-dire comportant des mesures préventives) était contre-

indiquée en matière d'Investment Trusts et que les différentes lois sur la fraude — Fraud Acts — (ne comportant que des mesures répressives) étaient parfaitement suffisantes pour protéger l'épargne. Cette assertion donna lieu à une polémique assez vive avec M. Friedlander, « State Commissioner » de l'Etat de Californie, qui, dans une longue lettre adressée à M. Henry R. Hays, président de l'Investment Bankers Association of America, prétendait démontrer l'inefficacité des Fraud Acts : pour lui, en effet, la législation Blue Sky disposait de trois moyens d'action : a) par prévention, b) par surveillance, c) par répression, alors que les lois sur la fraude étaient simplement des lois répressives.

La comparaison faisait donc ressortir nettement l'infériorité de ces dernières. A l'appui de sa thèse, il citait ensuite le passage du rapport de M. Ottinger, Attorney General de New-York, où celui-ci reconnaît que le Martin Act (qui est la loi sur la fraude de l'Etat de New-York) n'est pas approprié pour la réglementation des Investment Trusts...

Bref, une divergence de vues assez profonde séparait sur ce point l'administration et les milieux bancaires : l'écart entre les deux points de vue semble d'ailleurs s'être réduit depuis, car dans les conclusions, citées plus haut, du rapport de l'Investment Bankers Association on envisage nettement l'éventualité, si la coutume s'y révèle impuissante, du recours à la loi pour imposer un minimum de publicité et d'information préalables, ce qui relève plutôt du domaine des lois dites Blue Sky que de celui des lois sur la fraude.

Section IV. — Les Principes posés par l'Association Nationale des « Securities Commissioners ».

Après une longue et sérieuse enquête au cours

de laquelle elle a bénéficié, non seulement de l'appui des gouvernements locaux, mais de la collaboration amicale des grands groupes d'Investment Trusts, la « National Association of Securities Commissioners » (Association Nationale des Commissaires aux Valeurs) où sont représentés 37 Etats et dont le président est M. J. Craig, Commissaire aux valeurs de l'Etat de Nebraska, a établi au début de 1929 un certain nombre de règles dont elle entend poursuivre l'application, sur tout le territoire des Etats-Unis, dans le cadre des lois Blue Sky.

Les principales dispositions prévues sont les suivantes :

1^o Les valeurs émises devront être négociables sur le marché et transmissibles par endossement.

2^o Le personnel dirigeant devra avoir fait ses preuves de bonne réputation dans les affaires et n'être composé que de personnes honnêtes et possédant l'expérience des placements.

3^o Les fondateurs, administrateurs et directeurs devront investir une partie suffisante de leurs ressources propres dans le Trust pour avoir un réel intérêt à sa bonne gestion.

4^o Certaines clauses fondamentales devront figurer dans les statuts ou autres actes constitutifs, et notamment :

a) L'indication détaillée de l'objet et du plan d'opérations projeté,

b) Une clause prévoyant des comptes rendus périodiques de la situation financière de l'affaire, sous forme de bilans détaillés et de comptes de profits et pertes ; en outre, s'il s'agit d'un Trust du type fixe, une liste complète des titres du portefeuille et s'il s'agit d'un Investment Trust du type britannique, une simple classification des placements : toutes ces indications devant être fournies aux actionnaires ou participants à intervalles réguliers,

c) Une clause stipulant que l'actif du Trust ne pourra pas être distribué durant son existence sous forme de dividende,

d) Une clause concernant la constitution de réserves par prélèvement sur les bénéfices de quelque source qu'ils proviennent,

e) Une déclaration explicite limitant les frais d'émission et d'exploitation,

f) Un exposé sincère des avantages réservés aux fondateurs, administrateurs ou directeurs.

Aucune de ces règles n'est certes très originale ni très nouvelle, mais leur mérite réside dans le fait qu'elles constituent des standards applicables uniformément dans tous les Etats particuliers dont les « State Commissioners » sont représentés à l'Association Nationale. Or la plus grave critique qu'on pouvait porter jusqu'ici contre les initiatives diverses qui avaient été prises était leur caractère local et isolé.

La tentative des State Commissioners marque donc une étape intéressante dans la voie d'une plus grande uniformité de réglementation et réalise, à cet égard, un indéniable progrès.

Section V. — Enquêtes faites dans divers Etats particuliers. — Mesures restrictives adoptées en Ohio et en Utah.

Dans beaucoup d'Etats particuliers, des enquêtes, moins retentissantes certes que celle de New-York, mais néanmoins sérieuses, ont été menées par les autorités sur la question des Investment Trusts. Les unes, comme celle de l'Attorney General de New-Jersey, ont conclu à l'inutilité d'une législation spéciale ; d'autres, au contraire, ont abouti à l'adoption de mesures restrictives. Deux Etats notam-

ment se sont signalés par leur sévérité à l'égard des Investment Trusts : l'Utah et l'Ohio.

A) *L'Utah.*

La « Securities Commission », au début de 1928, a imposé aux Investment Trusts désireux de vendre leurs titres sur le territoire de l'Etat de lourdes obligations. C'est ainsi que l'Administration exige la communication préalable d'une liste complète des valeurs du portefeuille, avec leurs cours actuels, l'indication des Bourses où elles sont cotées, et, en outre, des renseignements statistiques sur chacune d'elles. Toutes ces données doivent être ensuite fournies annuellement. Ce n'est pas tout : les Investment Trusts du type discrétionnaire sont astreints à demander l'autorisation de l'Administration pour toute modification dans leur portefeuille-titres ; un état des substitutions opérées doit être adressé chaque année à la Securities Commission, avec l'indication des dates de négociation, des cours de vente, et des cours d'achat des valeurs acquises en emploi ; des raisons plausibles doivent, de plus, être fournies, pour chaque substitution.

La rigueur de ces règles n'a pas besoin d'être soulignée ; elles ont suscité, d'ailleurs, de vives critiques aux Etats-Unis, et même de sévères commentaires jusqu'en Angleterre : le *Financial Times* de Londres leur a en effet consacré un éditorial où il constatait qu'elles équivalaient pratiquement à une interdiction, pour les Investment Trusts du type discrétionnaire, d'exercer leur activité sur le territoire de l'Etat. M. Hicks, président de la « Securities Commission » de l'Utah, a répondu à ces critiques dans une lettre où il se défend d'avoir voulu édicter des mesures draconiennes ; il prétend avoir

eu l'approbation de personnalités des milieux intéressés et cite notamment comme ayant participé à l'élaboration de ces règles M. Ross-Beasson, vice-président de l'American Basic Business Corporation (qui, entre parenthèses, est un Investment Trust du type rigide) ; il soutient que la disposition suivant laquelle les substitutions de titres doivent être autorisées par l'Administration, disposition qui a soulevé le plus de protestations, se justifie pleinement par la nécessité qu'il y a d'éviter les fraudes toujours possibles dans les manipulations du portefeuille et souhaite que l'application s'en généralise dans tous les Etats, par l'intermédiaire de l'Association Nationale des « State Commissioners ».

B) *L'Ohio.*

Les autorités de l'Etat ont adopté pendant longtemps une attitude hostile à l'égard des Investment Trusts ; en 1928, cependant, un revirement s'est produit à la suite d'une enquête faite par quelques fonctionnaires de l'Ohio à New-York, et plusieurs Trusts ont été autorisés à exercer leur activité et à vendre leurs titres sur le territoire de l'Etat. D'assez nombreuses formalités sont d'ailleurs encore imposées pour que le régime actuel soit loin d'être un régime de liberté ; il n'en est pas moins vrai que les milieux intéressés ont regardé le changement d'attitude de la « Securities Commission » comme un symptôme encourageant et susceptible de contribuer, dans une certaine mesure, à la diffusion, à travers l'Etat, des différents titres d'Investment Trusts.

**Section VI. — Campagnes menées en vue de la suppression
du terme Investment Trust dans la raison sociale des
Sociétés de placement.**

L'expression générique d'Investment Trusts qui a servi en Angleterre depuis plus de 50 ans à désigner les Sociétés de placement sans soulever aucune critique, est, au contraire, assez vivement combattue aux Etats-Unis depuis quelque temps et divers groupements comme l'American Bankers Association, l'Investment Bankers Association, la National Association of Securities Commissioners en ont à plusieurs reprises recommandé l'abandon.

On a fait valoir comme principal argument la confusion que l'emploi du mot « Trust » était de nature à créer dans l'esprit du public.

L'institution juridique du Trust a reçu en Amérique, nous l'avons vu, de nombreuses applications ; son usage s'est considérablement répandu pour l'administration de patrimoines ou successions, l'exécution de testaments, la gestion de biens appartenant à des mineurs ou à des incapables, l'accomplissement du service financier des Sociétés, la représentation des obligataires, etc... mais il se trouva que le rôle de trustee, que de simples particuliers remplissaient au début aisément, comporta au fur et à mesure que la fortune publique s'accroissait et que les rouages du marché financier devenaient plus complexes, des charges de plus en plus lourdes...

Des entreprises furent alors créées pour exercer en grand, et sous la forme de Sociétés incorporées, les différentes fonctions fiduciaires se rattachant à l'institution de Trust ; ce furent les Trust Companies. Leur développement, soit comme établissements indépendants, soit comme compartiments séparés de banques, — les avantages réciproques d'une liai-

son étroite entre ces deux branches de l'activité financière ayant été promptement aperçus — fut rapide, et, dans tous les Etats particuliers, des lois spéciales furent votées à leur usage. Ces lois, tenant compte de la nature particulière de leurs opérations et du degré anormal de responsabilité qu'elles assumaient vis-à-vis du public, leur imposèrent en général un statut assez rigide : interdiction de l'emploi du mot « Trust » dans la raison sociale, tant que les conditions exigées n'auraient pas été remplies, nécessité de justifier d'un montant élevé de capital versé en espèces, dépôt obligatoire aux caisses publiques de numéraire ou de titres, pour une valeur toujours en rapport avec l'importance des transactions effectuées, constituèrent autant de mesures prises pour la sauvegarde de l'épargne...

On conçoit que grâce à toutes ces précautions, dont l'efficacité se révéla pleinement par la suite, les Trust Companies n'aient pas tardé à acquérir, aux yeux du public, un grand prestige ; conformément au sens étymologique du mot Trust, leur raison sociale a été prise peu à peu comme synonyme de « foi, confiance ».

C'est bien précisément pour cela que l'on a pu alléguer, avec quelque raison, que le fait pour des Sociétés de Placement de se servir dans leur dénomination de ce même mot Trust, comme d'une sorte de réclame vis-à-vis du public et en vue de bénéficier de son lustre incontestable, sans que rien dans le but qu'elles poursuivaient en justifiât l'emploi, constituait un réel abus.

Comme on l'a fait justement remarquer : dans la plupart des cas l'acheteur d'actions d'un soi-disant « Investment Trust » est dans la même situation que l'acheteur d'actions de n'importe quelle autre entreprise qui, dans la conduite de ses affaires, agit pour elle même et donc indirectement seulement pour ses actionnaires et clients ; elle n'agit pas spécialement pour un client extérieur à sa propre

organisation comme un Trustee pour un bénéficiaire ; en somme, l'actionnaire d'un Investment Trust prend ses chances de gain comme de perte, il est associé à l'entreprise et en aucune façon le bénéficiaire d'un Trust géré pour son bénéfice.

N'auraient donc droit, d'après cette conception, au nom de Trusts que les associations de capitaux organisées soit sous forme de « Common Law Trusts », soit sous forme de « Fixed Trusts » que les tribunaux considèrent seuls, en effet, comme de « true Trusts » (véritables Trusts).

Et l'on propose alors pour remplacer « Investment Trust », cependant consacré par plus d'un demi-siècle d'usage, d'autres formules comme « Investment Association », « Investment Company », ou « Investment Group », ou encore « Investment Pool », qui ne présentent aucune ambiguïté.

Ajoutons qu'à l'heure actuelle, assez peu de Sociétés de placement, constituées aux Etats-Unis comme Corporations, comportent dans leur dénomination les mots « Investment Trust », ce qui révèle le caractère académique et quelque peu factice de la discussion...

CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE

Le développement remarquable des Investment Trusts aux Etats-Unis, au cours des dernières années, ressort nettement des diverses statistiques dont ils ont fait l'objet.

Celle de Fowler, notamment, fournit les chiffres suivants :

Années	Nombre d'Investment Trusts constitués
1889-1923	18
1924	17
1925	26
1926	26
1927	91
1 ^{er} semestre 1928	49

ce qui fait un total de 227 Trusts, dont, au 30 juin 1928, 199 étaient encore en activité, avec un capital global de \$ 1.200.000.000. Et le mouvement n'a fait que s'accélérer depuis, puisque MM. Grover O'Neill, dans leur statistique de juin 1929, évaluent le nombre total des Investment Trusts américains (de toutes catégories) à plus de 400, dont 60 formés depuis le début de 1929, et à près de \$ 1.500.000.000 leur capital global (1). Le rapport qui accompagne cette statistique contient des précisions intéressantes sur les tendances qui ont prévalu en 1928 :

(1) D'après une statistique encore plus récente parue dans le *Financial Times*, de Londres, en septembre 1929, leur capital global atteindrait maintenant plus de 2.500.000.000 \$.

Il n'y a pas eu seulement un grand nombre de nouveaux Trusts créés en 1928, mais en même temps beaucoup de Sociétés constituées avant le début de l'année ont augmenté leurs ressources et élargi leur champ d'activité. Alors qu'il y a quelques années, seuls les épargnants des grands centres financiers étaient familiarisés avec les valeurs d'Investment Trusts, on peut dire qu'aujourd'hui l'on trouve leurs actionnaires dans toutes les villes des divers Etats.

On a estimé qu'environ 12 % des émissions offertes sur le marché en 1928 provenaient d'Investment Trusts.

Ce sont les Trusts du type « Management » qui ont le plus profité du mouvement. Le nombre des Trusts fixes et des Investment Funds n'a pas augmenté. Dans le champ des Trusts discrétionnaires, l'intérêt s'est particulièrement concentré sur les Sociétés cherchant à obtenir la répartition des risques par des placements industriels très divers. Il y a eu toutefois concurremment une augmentation du nombre des Trusts spécialisés.

Il ressort également de la statistique que la moyenne des bénéfices nets de 85 sociétés — dont 67 Trusts discrétionnaires, 13 Trusts spécialisés et 5 Investment Funds — prises parmi les plus importantes, s'est élevée à 11,2 % des capitaux investis.

Tous ces faits sont le signe d'une grande activité et d'une prospérité que la baisse enregistrée à la Bourse de New-York au printemps de 1928 ne semble pas avoir le moins du monde affectées.

D'autres facteurs, par contre, incitent à la prudence dans les pronostics sur l'avenir des Investment Trusts, en Amérique. Il est certain d'abord que bon nombre des plus récents ont été constitués, soit par des spéculateurs détenteurs de gros paquets de valeurs diverses et désireux de prendre leur bénéfice en les liquidant sans toutefois les rejeter sur le marché, soit par des groupes n'ayant pas une compétence financière suffisante et simplement avides de profiter, au bon moment, de l'engouement du public. Par ailleurs, on ne saurait considérer

comme indéfinie la hausse qui prévaut, depuis quelques années, aux bourses américaines, et l'éventualité d'une crise prochaine, passagère mais violente, ne peut pas être écartée.

Bref, les Investment Trusts américains n'ont subi encore aucune des sévères épreuves qui enseignèrent jadis, à leurs prédécesseurs britanniques, le chemin de la sagesse. C'est pourquoi, et bien que l'incontestable prudence avec laquelle sont menés certains grands groupes soit un élément important de stabilité et d'équilibre, il n'est pas possible actuellement de se prononcer sur la place définitive qu'ils occuperont à l'avenir dans le système financier des Etats-Unis.

TROISIÈME PARTIE

LES INVESTMENT TRUSTS ET LES DIVERSES FORMES DE SOCIÉTÉS DE PARTICIPATION

CHAPITRE PREMIER

SOCIÉTÉS DE PLACEMENT, SOCIÉTÉS DE CONTROLE ET SOCIÉTÉS DE FINANCEMENT

Les Investment Trusts ne sont que l'une des formes de ces Sociétés de Participation dont le développement, depuis le début du xx^e siècle, a constitué l'un des phénomènes les plus remarquables dans l'évolution de l'organisation financière contemporaine. Ces institutions, dont le caractère commun est de « donner lieu à une substitution de titres » et d'avoir un poste « Titres en Portefeuille » à l'actif de leur bilan, peuvent rechercher trois buts différents : le placement, le contrôle, le financement ; parfois leur activité est mixte, soit qu'elles soient en même temps Sociétés d'Exploitation et Sociétés de Participation, soit que, pures Sociétés de Participation, elles recherchent à la fois deux ou trois des buts énoncés ci-dessus ; certaines d'entre elles sont donc d'un classement difficile et l'on est obligé de ne tenir compte pour celui-ci que de leur objet principal.

Sociétés de Placement, Sociétés de Contrôle, Sociétés de Financement, telles sont donc les trois modalités principales des Sociétés de Participation. Notre intention n'est pas de leur consacrer de longs développements ; elles ont déjà, en effet, donné lieu à de nombreuses études, — notamment à l'ouvrage remarquable de M. Robert Liefmann : *Beteiligungs und Finanzierungsgesellschaften*, et, plus récemment, à l'excellent travail de M. Louis Janin : *Les Sociétés de Participation au point de vue économique*. — Nous voudrions simplement essayer de situer leur position relative par rapport aux Investment Trusts et de noter leurs plus ou moins grandes affinités avec ceux-ci.

Section I. — Les Sociétés de Placement.

L'investissement judicieux des capitaux mobiliers soulève, nous l'avons vu, des problèmes difficiles. Livré à lui-même, l'épargnant, que ce soit un capitaliste, un modeste rentier, ou un salarié économe, n'a pas le plus souvent la compétence nécessaire pour effectuer rationnellement le placement de ses ressources. Il est donc amené à s'en remettre à des tiers pour la gestion de son patrimoine. Ces tiers, quels sont-ils ? Quelles garanties offrent-ils ? C'est ce qu'il convient d'examiner rapidement.

Il y a d'abord, pour ne prendre comme exemple que le marché de Paris, dans les milieux en contact avec la Bourse, ces innombrables intermédiaires qui prennent volontiers le nom d'Agents d'affaires, d'Administrateurs de fortunes, et dont la seule occupation semble être de conseiller une clientèle recrutée, soit par de discrètes annonces dans les journaux financiers, soit au moyen de relations plus ou moins étendues. Mais, à supposer que ces inter-

médiaire aient toute l'indépendance désirable et qu'ils ne soient pas de simples rabatteurs de banques, destinés à « placer du titre », possèdent-ils les sources de renseignements nécessaires, ont-ils la largeur de vues suffisante pour guider dans la bonne voie les capitaux en quête d'emploi dont ils ont la disposition ? Assurément, dans la majorité des cas : non. Leurs renseignements ne sont que des « tuyaux » de seconde main recueillis à la Bourse ou ailleurs, et c'est, en fin de compte, au petit bonheur qu'ils placent l'argent qu'on leur confie.

Le public, sans doute, n'en est pas réduit à ce moyen. Il peut s'adresser aux banques : que ce soient les établissements de crédit, les banques d'affaires ou privées, elles possèdent, presque toutes, des services spécialisés, « Comptes Spéciaux » ou « Etudes Financières, » qui donnent des conseils de placement aux clients qui en font la demande. Assurément, il y a déjà là un progrès très sensible, car les banques ont les éléments d'information voulus pour donner en connaissance de cause des conseils ; mais leurs appréciations, par la force des choses, peuvent parfois être guidées par des considérations d'ordre particulier : organismes de financement, il est fréquent qu'elles aient à placer de gros paquets de titres : le débouché qui s'offre immédiatement à elles est celui de leur clientèle habituelle et il est tout naturel qu'elles l'utilisent ; dans la mesure où elles le font, ce n'est, en réalité, plus du simple placement qu'elles lui font effectuer, mais du financement avec toutes les incertitudes que celui-ci comporte ; même en admettant l'élimination de ce risque, il n'est guère possible à un service de banque, si bien outillé soit-il, de suivre journellement la situation des portefeuilles individuels de nombreux clients dont rien ne dit, au surplus, qu'ils suivront les avis qu'on leur donnera...

La mise à contribution des services d'une banque, pour supérieure qu'elle soit au procédé qui consiste à s'en remettre à ses propres lumières ou à celles d'un Agent d'affaires, ne peut donc pas, il s'en faut de beaucoup, être considérée comme une formule idéale, en France, du moins ; aux Etats-Unis, l'application par les banques de l'institution de Trust, à l'administration de patrimoines privés, a certes permis d'obtenir d'intéressants résultats, mais ce n'est, le plus souvent, qu'en se limitant à un choix restreint de valeurs de tout repos.

Aucune des solutions envisagées ci-dessus n'étant satisfaisante, le besoin se faisait impérieusement sentir, dans le milieu économique moderne, d'institutions capables d'appliquer à de larges capitaux, unis sur des bases coopératives, les principes d'une saine gestion financière... C'est de ce besoin — la fonction crée l'organe — que sont nées les Sociétés de Placement.

Les unes, dont, à n'en pas douter, l'Investment Trust constitue le type idéal et presque unique (1), ont pour objet d'assurer le judicieux emploi de l'« Épargne Créatrice ». Les autres ont surtout en vue l'investissement de l'« Épargne Réserve ». Ce sont les Sociétés de Capitalisation, les Caisses ou Banques d'Epargne qui existent en divers pays et dont le trait commun est qu'elles s'adressent au tout petit épargnant et qu'elles sont plus ou moins assujetties au contrôle de l'Etat ; celui-ci leur impose des limitations telles, pour le placement des fonds recueillis, que presque aucune initiative ne leur est laissée.

(1) Il y a bien la formule de l'Association en Participation, définie en France par les articles 47 à 50 du Code de commerce, modifiés par la loi du 24 juin 1921 ; mais la difficulté qu'il y a pour ces Associations à trouver un bon gérant en a singulièrement entravé le développement.

Malgré leur incontestable utilité, elles sont d'un intérêt général assez limité et ne peuvent nullement prétendre jouer dans la direction de l'épargne d'un pays un rôle influent.

Il y a également, sur un plan légèrement différent, toute une catégorie d'entreprises pour lesquelles le placement des capitaux, s'il ne constitue pas, à proprement parler, le but en vue duquel elles ont été créées, est cependant d'une importance capitale : ce sont les Compagnies d'Assurances.

L'assurance joue un rôle considérable dans le milieu social contemporain : son domaine s'agrandit tous les jours et le nombre des manifestations de l'activité humaine qui lui échappent tend à diminuer ; elle adopte d'ailleurs des modalités très diverses : tantôt — c'est le cas le plus fréquent — elle dédommage l'assuré en cas de réalisation de certains risques : c'est l'assurance-indemnité ; tantôt elle facilite la constitution d'un capital, c'est l'assurance-enrichissement (1). Mais dans les deux hypothèses, la méthode suivie est la même : mise en commun — par le versement de primes fractionnaires ou globales — des ressources d'un grand nombre de personnes en vue d'une utilisation conforme à l'intérêt général, soit par une meilleure répartition de risques imprévisibles, soit par une meilleure gestion des économies individuelles. C'est aux Compagnies d'Assurances qu'incombe la lourde tâche d'assurer cette « utilisation conforme à l'intérêt général » et l'on voit par là combien leur domaine est voisin de celui des Investment Trusts qui pourraient, jusqu'à un certain point, être appelées « Compagnies d'Assurances contre la dépréciation ou la perte des capitaux mobiliers », puisque c'est précisément par la division des risques —

(1) Voir A. de Mirimonde, *Manuel pratique des Assurances*.

principe fondamental de l'assurance — qu'elles entendent conserver et faire fructifier les fonds qu'on leur confie.

Compagnies d'Assurances et Investment Trusts ont donc à résoudre des problèmes analogues. Mais alors que les diverses législations ne prévoient que rarement pour les seconds des dispositions restrictives de leur activité, les premières doivent, au contraire, se soumettre au contrôle de l'Etat qui a généralement cru devoir prendre des mesures pour la protection des assurés. En matière de placements, notamment, des limites précises sont souvent fixées. En France, le décret du 5 avril 1922 (art. 57) prévoit que :

Les fonds des Sociétés d'Assurances sont placés de la manière suivante :

1^o Jusqu'à concurrence des $\frac{3}{4}$ au moins : en immeubles ou en prêts hypothécaires sur immeubles situés en France ou en Algérie ;

En valeurs de l'Etat ou en valeurs ayant une garantie de l'Etat portant sur le capital ou sur le revenu ;

En actions de la Banque de France ;

En prêts aux départements, aux communes, aux chambres de commerce de France ou d'Algérie, ou en obligations émises par ces divers emprunteurs ;

En valeurs jouissant d'une garantie portant sur le capital ou sur le revenu de la part des dits départements, communes ou chambres de commerce régulièrement autorisés ;

En obligations foncières et communales émises par le Crédit Foncier ;

En prêts ou avances sur les effets publics ci-dessus désignés ;

En ouvertures de crédits hypothécaires pour constructions d'immeubles ;

En obligations des grandes Compagnies de chemins de fer.. et en obligations prévues à l'article 13, paragraphe 30, de la convention du 28 juin 1921, approuvée par la loi du 29 octobre 1921 ;

En bons émis par les caisses de Crédit municipal de France.

2^o Pour le surplus :

L'assemblée générale, sur la proposition du conseil d'ad-

ministration, établit chaque année la liste des placements qui peuvent être opérés.

Ces placements doivent faire l'objet d'un poste spécial dans le bilan.

En dehors des limitations fixées aux paragraphes précédents, les Sociétés peuvent employer les portions de leur actif correspondant aux opérations réalisées dans chacun des pays étrangers où elles opèrent, ainsi qu'aux cautionnements pouvant être exigés par les dits pays, en immeubles situés dans ces pays, en prêts hypothécaires, ou en valeurs mobilières admises par les législations étrangères sur la matière.

Les Compagnies d'Assurances sont donc loin d'avoir leurs coudées franches ; dans le cadre restreint que la loi leur assigne, elles font d'ailleurs preuve d'une remarquable habileté de gestion ; certes elles sont impuissantes à éviter une certaine dépréciation de leur actif en cas de diminution du pouvoir d'achat de la monnaie, mais c'est, en fin de compte, sur les assurés, dont les contrats sont libellés dans cette monnaie, que retombe le poids de la dépréciation plutôt que sur les actionnaires et de récentes expériences ont montré que les Compagnies d'Assurances sortaient indemnes de graves troubles monétaires, grâce, surtout, à une politique immobilière très avisée...

L'alliance entre ces deux importantes formes de Sociétés de Placement que sont les Investment Trusts et les Compagnies d'Assurances est susceptible d'avoir d'heureuses répercussions sur la direction de l'épargne. Cela explique que leur affinité ait été exploitée par de nombreux groupes financiers ; en Amérique, d'abord, nous avons vu qu'on avait constitué, ces dernières années, de nombreux Trusts de Placement spécialisés dans les actions de Banques et de Sociétés d'Assurances, reconnues comme deux types essentiels des valeurs de portefeuille ; en Europe, d'autre part, des Trusts de Placement

ont été créés pour reprendre et gérer le portefeuille de grosses Compagnies d'Assurances : à la fin de 1928, notamment, on a annoncé dans la presse financière la fondation à Zurich de la « Société Intercontinentale de Placements » (Intercontinental Investment Co), au capital de Frs S. 25.000.000, destinée à la reprise d'une partie de l'actif de la Société Suisse de Réassurances.

Section II. — Les Sociétés de Contrôle.

On peut définir sous le nom générique de Société de Contrôle — dit M. Louis Janin — toute Société qui acquiert des titres d'une ou plusieurs autres entreprises avec l'intention de bénéficier de l'influence attachée à la possession de ces titres.

Une participation dans les titres d'une autre Société peut traduire, selon les cas — ajoute-t-il — des relations de coordination ou de subordination ; de toute façon, le but économique d'une telle participation est le même : établir entre plusieurs entreprises une liaison susceptible d'assurer une meilleure organisation de la production.

Le type le plus connu de la Société de Contrôle est la « Holding Co », que la finance américaine a popularisée par l'usage abondant qu'elle en a fait, dans le domaine industriel (électricité, pétroles, métallurgie), après l'échec des Trusts, mais qui, depuis des années déjà, s'est transplantée en Europe où elle existe à de nombreux exemplaires, en Allemagne, en France, en Belgique et surtout en Suisse ; elle répond, en effet, à un réel besoin, dans le système économique contemporain, où, d'une part, les entreprises isolées ont des difficultés croissantes à résister à la concurrence d'entreprises rivales associées, et où, d'autre part, les exigences de la grande production industrielle confèrent un intérêt particulier à ces formes de groupements qu'on

appelle concentrations ou intégrations, suivant qu'ils s'exercent dans le sens horizontal ou vertical. La « Holding Co » est un moyen commode de réaliser ces groupements dans des conditions économiques satisfaisantes ; c'est à quoi il faut attribuer le succès prodigieux qu'elle a connu dans plusieurs pays et qui a dépassé de beaucoup, en amplitude, celui des Investment Trusts, en Angleterre et en Amérique.

Quelles sont les différences fondamentales qui séparent Holding Cies et Investment Trusts, c'est ce qu'il peut être intéressant de rechercher rapidement :

a) *Objets poursuivis* : Alors que les Investment Trusts acquièrent les titres de leur portefeuille en vue du placement, c'est principalement en vue d'un contrôle à exercer — dans des buts d'ailleurs très divers — que les Holding Cies effectuent leurs achats ; certes, elles ne dédaignent pas de toucher les dividendes auxquels leurs participations leur donnent droit, mais ce ne sont pas ces dividendes qui constituent leur principal profit : celui-ci est défini par l'avantage particulier que le contrôle leur procure (économies dans la gestion des entreprises contrôlées, obtention de matières premières à des prix intéressants, certitude de débouchés plus réguliers, mise à exécution d'un plan industriel d'ensemble, etc...).

b) *Origine* : Alors que l'Investment Trust est constitué, dès ses débuts, comme Société de Participation et ne provient que rarement de l'évolution d'une autre entreprise, la Holding Co dérive souvent plus ou moins directement d'une Société d'exploitation préalablement existante, à laquelle elle se substitue, soit pour assurer une meilleure liaison entre

des filiales situées à l'étranger, soit pour profiter de certains avantages fiscaux : c'est notamment par cette dernière considération qu'il faut expliquer l'existence, en Suisse, de nombreuses holdings étrangères dont aucun autre motif ne paraît justifier l'installation sur le territoire de la Confédération. Il existe, en outre, des Sociétés mixtes, à la fois Sociétés d'exploitation et Holdings (Nestlé, Brown Boveri, Aluminium Neuhausen, etc...).

c) *Politique de gestion* : Alors que l'Investment Trust applique la division des risques au sein de son portefeuille, la Holding ne détient, en règle générale, que des titres d'entreprises appartenant à une même branche économique, dans le sens horizontal ou vertical.

d) *Usage des prérogatives attachées aux titres* : C'est aux droits de vote seuls que la Holding Co attache du prix ; aussi, n'a-t-elle en portefeuille que des titres qui en comportent, et se désintéresse-t-elle des obligations et actions de préférence. L'Investment Trust, par contre, utilise sans doute ses droits de vote, mais ceux-ci sont pour lui accessoires ; on concevrait très bien qu'il les négocie pour en tirer bénéfice, alors que la raison d'être même de la Holding réside dans l'emploi de ses voix aux assemblées générales.

e) *Caractéristiques économiques* : L'Investment Trust entend simplement diriger l'épargne privée dans les voies où elle est susceptible de trouver l'emploi le plus avantageux. La Holding Cie poursuit souvent des buts beaucoup plus ambitieux : monopoles, influences politiques, etc. ; parfois elle peut créer un réel danger social : il en est ainsi lorsque, grâce à son emploi, un petit groupe

entreprenant, appliquant, par la création de Sociétés intercalées, le principe des contrôles successifs, arrive, avec des moyens financiers réduits, à exercer son emprise sur des capitaux considérables.

Holding Cies et Investment Trusts sont donc, au point de vue théorique, deux formes diamétralement opposées des Sociétés de Participation ; sans doute existe-t-il, dans divers pays, des entreprises de nature hybride qui, bien qu'elles possèdent le contrôle de certaines affaires, prétendent diviser efficacement leurs risques, soit en effectuant des placements dans des compartiments industriels différents, soit en adoptant une répartition géographique susceptible de procurer un minimum de sécurité... Mais l'existence de ces types mixtes n'enlève aucune valeur aux distinctions que nous avons établies plus haut.

Section III. — Les Sociétés de Financement.

Les Sociétés de Financement apparaissent, dans le milieu économique contemporain, comme les intermédiaires destinés à assurer la liaison entre l'offre et la demande de capitaux. Les conditions actuelles des marchés financiers ne permettant que rarement aux entreprises exploitantes l'appel direct à l'épargne privée, l'intervention d'institutions spécialisées dans toutes les questions relatives aux émissions publiques est presque toujours nécessaire, qu'il s'agisse de création ou d'extension d'affaires. C'est dire l'importance du rôle qui incombe aux Sociétés de Financement. Leur activité peut d'ailleurs s'exercer de manières assez diverses : tantôt elles se contentent de mettre en rapport les capitaux en quête d'emploi avec les demandeurs de fonds

(industries, collectivités emprunteuses, etc..) et d'organiser techniquement les émissions, mais sans y prendre elles-mêmes de participations ; tantôt elles s'intéressent d'une manière active aux Sociétés qu'elles financent, soit en souscrivant partiellement leurs émissions, soit en prenant part à des syndicats destinés à garantir celles-ci. C'est le cas, en France, des banques d'affaires qui sont, en réalité, des Sociétés de Participation mixtes (1) : actives dans le financement qui constitue leur raison d'être, elles gardent volontiers le contrôle de quelques-unes des affaires, prises parmi les plus intéressantes, qui leur passent entre les mains ; lorsqu'un tel contrôle ne leur paraît pas opportun, elles peuvent encore conserver un léger intérêt dans certaines entreprises sur l'avenir desquelles elles ont une opinion favorable. Toute la gamme des participations leur est donc ouverte, à l'opposé des Investment Trusts dont le placement est le but principal et qui, s'ils prennent également part à des syndicats de garantie ne doivent le faire qu'accessoirement et seulement lorsqu'il s'agit de valeurs jugées dignes de demeurer, le cas échéant, dans leur portefeuille. Ce n'est pas la seule différence qui sépare banques d'affaires et Investment Trusts : alors que les premières ne manifestent une pleine activité qu'en imprimant à leurs transactions une cadence rapide, puisque les commissions qu'elles touchent constituent une partie importante de leurs profits, les seconds ne sont nullement soumis à la même obligation et les résultats qu'ils obtiennent ne doivent pas dépendre de l'accélération de leurs opérations.

En outre, tandis que la répartition des risques est au premier rang des préoccupations chez les

(1) Elles exploitent, en outre, souvent, un Département plus ou moins important de « Banque pure ».

Investment Trusts, les banques d'affaires marquent parfois une tendance à la spécialisation dans une branche industrielle déterminée.

Mais d'autres Sociétés de Financement existent qu'une évolution de leur activité peut rapprocher sensiblement des Investment Trusts. A cet égard, l'histoire de certains Trusts miniers sud-africains, et notamment de la Central Mining, est particulièrement instructive.

La Central Mining. — Elle fut créée en 1906 avec le concours de la Rand Mines et sous les auspices des maisons Wernher Beit (de Londres) et Eckstein (de Johannesburg) pour reprendre une partie importante de leurs participations (les moins profitables) dans des affaires de mines d'or sud-africaines : ce fut donc à l'origine une Société de Financement du type « Société de Débarras » suivant l'expression de M. Rist, et son sort se trouva, pendant de longues années, étroitement lié aux vicissitudes de l'industrie aurifère du Transvaal ; aussi deux réorganisations de son capital s'imposèrent-elles, en 1908 et en 1916, qui réduisirent successivement à £. 12, puis à £. 8, chiffre actuel, les actions primitives de £. 20.

A partir de 1918, les résultats obtenus par la Société deviennent plus réguliers sous l'influence de facteurs divers, relatifs les uns aux conditions d'exploitation de l'industrie dans le Rand (prime sur l'or, améliorations techniques, compression des frais de main-d'œuvre), les autres à un changement d'orientation dans la politique de placement suivie par le Trust ; c'est sur ce dernier point qu'il est intéressant d'insister. Jusqu'à 1918, le portefeuille de la Société était inventorié, aux bilans annuels, sous deux rubriques :

1^o Participations dans des Compagnies sud-africaines et autres, syndicats et propriétés : ce poste

se composait, en majeure partie, d'actions de mines d'or et pour le surplus de quelques placements — peu importants — dans des industries diverses.

2^o Valeurs à revenu fixe, qui comprenaient des fonds d'Etat britanniques (en majorité), des fonds publics coloniaux et étrangers et des obligations de chemins de fer et de mines, etc...

L'importance relative de ces deux postes était d'ailleurs extrêmement variable, comme on peut s'en rendre compte par le tableau ci-contre ; toutefois, au cours des exercices de guerre, le second s'était sensiblement accru, par suite de l'incertitude des conditions économiques et industrielles en Afrique du Sud.

Au bilan arrêté le 31 décembre 1918 — 1^{er} bilan après la fin des hostilités — apparaissent, pour la première fois, des rubriques qui permettent de se rendre un compte exact de la nouvelle méthode de placement adoptée par la Central Mining, et de

(1) La Société a appliqué une somme de £ 1.449.480 à l'amortissement des pertes subies sur le portefeuille ramené ainsi à £ 3.640.249.

(2) La Société a appliqué une somme de £ 477.492 à l'amortissement des pertes subies sur le portefeuille ramené ainsi à £ 3.231.421.

(3) La diminution de ce poste s'explique par le fait que les valeurs sont inscrites pour leur cours en Bourse au 29 juin 1908, au lieu de l'être comme précédemment, pour leur prix d'achat ; la perte en résultant a été portée au compte de profits et pertes, dont le solde débiteur figure au bilan pour £ 1.160.368, nécessitant une réorganisation financière qui a été réalisée par la réduction du capital de £ 6.000.000 à £ 3.600.000.

(4) Le capital social a été porté au cours de l'exercice 1911 — d'une durée exceptionnelle de 18 mois — de £ 3.600.000 à £ 5.100.000.

(5) La diminution de ce poste reflète la dépréciation importante subie par le portefeuille du Trust, qui a motivé la réduction du capital social de £ 5.100.000 à £ 3.400.000.

(6) Le poste « Placements en pays ennemis » disparaît du compte général Portefeuille Titres, à partir de l'exercice 1919, pour faire l'objet d'un compte débiteur spécial.

Composition du portefeuille de la Central Mining depuis l'origine jusqu'à 1928 (en 1.000 Livres sterling)

Exercices clos le 30 juin		Actions et participations dans des Sociétés Sud-Africaines et autres			Fonds d'Etat britanniques, coloniaux, étrangers, obligations diverses	
1906 (1)				3.998	1.092	
1907 (2)				4.144	1.015	
1908				2.506 (3)	1.323	
1909				2.582	1.663	
1910				2.659	1.245	
Exercices clos le 31 décembre						
1911 (4)				4.613	1.206	Placements en pays ennemis
1912				5.087	1.334	
1913				4.655	1.553	
1914				4.431	1.145	541
1915				4.138	2.943	561
1916				2.798 (5)	3.380	201
1917				2.724	3.197	201
Actions et participations dans des affaires :						
de mines d'or et de diamants		de métaux communs		de pétrole, charbon, industrielles et diverses	Foncières et Propriétés	
1918	2.076	419		565	194	2.285
1919	2.318	380		623	225	2.231
1920	3.009	528		930	244	1.021
1921	2.806	583		1.050	302	996
1922	2.348	444		932	300	2.221
1923	2.489	409		de banques, industrielles et diverses		
				825	346	2.711
1924	2.008	410		de banques, industrielles, de chem. de fer et diverses		
				757	333	3.876
1925	de mines d'or, de diamants, de platine	410				
1926	1.414	410		1.410	667	3.718
1927	4.248	410		1.471	767	5.473
1928	1.436	392		1.180	612	4.165
	1.193	»		1.343	223	3.995
				894	603	

Voir les notes page 292.

suppléer, dans une certaine mesure, à l'ignorance où l'on est de la composition exacte de son portefeuille, la Société ne publiant aucune nomenclature détaillée de ses titres.

L'examen de ces diverses rubriques (voir p. 292 et 293) suggère les remarques suivantes :

Le poste « Mines d'or et diamants » auquel vient s'adjoindre en 1925 une rubrique « Platine » ne cesse de décroître depuis 1920, où il figurait pour plus de £. 3.009.000, jusqu'en 1928 où il ne s'élève plus qu'à £. 1.193.000.

Le poste « Métaux communs », qui ne varie guère de 1920 à 1927, disparaît au bilan de 1928.

Le poste « Pétroles, charbons, valeurs industrielles et diverses » double presque d'importance de 1918 à 1921, passant de £. 565.000 à £. 1.050.000 ; puis il est fractionné pour permettre de mieux suivre l'importance croissante des participations prises par la Central Mining dans des domaines très divers : banques, chemins de fer, etc...

Le poste « Propriétés foncières » a très fortement augmenté et figure au bilan de 1928 pour £. 603.000 environ.

Les Valeurs à revenu fixe, après avoir passé en 1921 par un minimum de £. 996.000, ont régulièrement cru depuis lors jusqu'en 1926 ; au 31 décembre 1928, elles s'élèvent encore à £. 3.995.000, en diminution sur les deux années précédentes, mais atteignant presque, à elles seules, la moitié du portefeuille Titres.

La Central Mining a donc évolué du type Société de Financement vers le type Investment Trust ; si, à l'heure actuelle, elle est encore loin de représenter ce dernier à l'état pur, puisqu'elle a le contrôle de certaines de ses participations, et qu'elle finance encore ses « Compagnies associées » par des avances à plus ou moins long terme (qui apparaissent au

bilan de 1928 pour £. 1.426.000), on peut très bien imaginer que la continuation de la politique suivie par ses dirigeants au cours des dernières années la transforme progressivement en une véritable Société de Placement.

Les brèves considérations précédentes permettent de se rendre compte que si, en théorie, la ligne de démarcation entre Sociétés de Placement, d'une part, Sociétés de Contrôle et de Financement, de l'autre, est facile à tracer, on se heurte au contraire, dans la pratique, à l'existence de cas limites ; chez certaines entreprises, en effet, semble s'effectuer, sur un plan supérieur, la synthèse des activités propres à chacune des trois grandes formes que revêtent les Sociétés de Participation. Il en est ainsi, par exemple, en ce qui concerne ce titan de la Finance que constitue le groupe suédois Kreuger and Toll, et dont le chef de file est la Société Kreuger and Toll : institution de contrôle, celle-ci l'est éminemment du fait des intérêts prépondérants qu'elle possède non seulement dans ses deux Sociétés affiliées : la Swedish American Investment Corporation et la Financiele Maatschappij Kreuger and Toll (Hollande), mais aussi dans la Svenska Tandsticks Aktiebolaget, l'International Match Corporation, la Skandinaviska Kreditaktiebolaget, la Hammars Forsens Kraftaktiebolaget, etc... ; institution de financement, elle l'est également, comme en témoignent les prêts souvent considérables qu'elle consent aux gouvernements dans les pays où elle obtient monopoles ou concessions, et dont la contre-partie consiste dans l'émission de ses propres obligations... Société de Placement, enfin, elle l'est ou du moins, elle prétend l'être, comme il ressort d'une interview accordée en août 1929 par M. Ivar Kreuger à un

représentant du *Financial Times* de Londres, à l'occasion de nouveaux intérêts pris par la Société dans des affaires de pâte à papier du Nord de la Suède...

Notre dernière acquisition, dit M. Kreuger, ne constitue aucune déviation dans la politique suivie par notre Société. Nous regardons Kreuger et Toll comme une sorte de combinaison entre une Banque et un Investment Trust et nous désirons investir nos capitaux dans des industries différentes, et non nécessairement voisines ; je pourrais même dire de préférence non voisines, en partant du principe qu'il ne faut pas mettre tous nos œufs dans le même panier. Notre politique est d'employer nos ressources pour notre plus grand bénéfice, ce que nous faisons en les plaçant dans des entreprises d'exploitation bien gérées, avec un avenir assuré. Nous entendons stabiliser nos revenus dans toute la mesure du possible pour obtenir une appréciation lente mais continue de nos actions sur une période d'années... C'est à la lumière de ces explications qu'il faut considérer notre récente acquisition d'affaires de pâtes de bois... nous essayons de ne faire que de rares mais très importantes opérations, car le travail que donne une grosse opération et celui qu'exige une petite sont à peu près les mêmes.

A vrai dire, des entreprises de l'envergure de celles de la Société Kreuger and Toll se meuvent sur un plan à part ; mais la difficulté que présente la réunion des conditions nécessaires à leur naissance et à leur développement les rend assez exceptionnelles pour que la classification dont nous nous sommes servi ci-dessus conserve toute sa valeur et puisse, dans la majorité des cas, servir de critérium pour distinguer les différentes Sociétés de Participation qui se rencontrent à un nombre croissant d'exemplaires sur les grands marchés financiers.

CHAPITRE II

LES SOCIÉTÉS DE PLACEMENT DANS DIVERS PAYS

Il existe dans beaucoup de pays à organisation financière suffisamment évoluée des institutions qui ont avec les Investment Trusts des liens de parenté plus ou moins étroits, soit qu'elles aient été tout simplement copiées sur eux (c'est le cas des Sociétés de Placement créées dans divers dominions britanniques : Canada et Australie), soit, au contraire, qu'elles constituent des formes particulières au système économique des pays où elles ont pris naissance. C'est à l'étude de ces dernières que le présent chapitre sera consacré.

Section I. — Belgique.

La Belgique compte à l'heure actuelle un grand nombre de Sociétés de Participation les plus diverses ; elle a fait, notamment, un usage abondant des Hólding Companies dans des domaines où cette forme de société convenait particulièrement : les chemins de fer d'intérêt local et les tramways, d'une part, les entreprises coloniales, d'une autre ; mais elle possède également des établissements de banque remarquables tant par l'ampleur de vues de leurs dirigeants que par la solidité de leur organisation et par la puissance de leur rayonnement. A la tête de ces établissements se trouve, incontestablement, la Société Générale de Belgique.

Le fait, à première vue assez surprenant, que la littérature financière américaine cite souvent la Société Générale comme ayant été chronologiquement le premier Investment Trust, et attribue par là même à la Belgique le mérite d'avoir, la première, appliqué les principes de cette institution, oblige à examiner avec quelque détail les origines et l'évolution de ce grand établissement pour essayer de préciser la mesure dans laquelle sont justifiées les affirmations de certains auteurs.

Société Générale de Belgique.

L'initiative de la création de la Société Générale de Belgique revient incontestablement au roi Guillaume des Pays-Bas, qui, au lendemain des guerres du Premier Empire, songea à doter les provinces du Sud de son royaume d'un établissement de crédit d'importance équivalente à celle de la Nederlandsche Bank, à Amsterdam. En août 1822, voulant mettre ses projets à exécution, il signa deux arrêtés décrétant l'un le principe de la création de la nouvelle banque et l'autre la nomination d'une commission de 3 personnes chargée d'élaborer les statuts de l'établissement. Après d'assez laborieux débats, le texte définitif en fut enfin adopté et approuvé par arrêté royal du 13 décembre 1822. Ce texte organisait, à beaucoup d'égards, un type tout nouveau d'établissement de crédit.

L'institution était dénommée Société Générale des Pays-Bas pour favoriser l'Industrie Nationale (Allgemeene Nederlandsche Maatschappij ter Begunstiging van de Volksvejt); son siège était à Bruxelles et son objet défini comme suit :

« Contribuer aux progrès, au développement et
« à la prospérité de l'agriculture, des fabriques et

« du commerce sans pouvoir faire cependant aucun commerce si ce n'est celui des matières d'or et d'argent. »

Elle pouvait émettre des billets payables à présentation et en argent comptant ; ses opérations devaient essentiellement consister à escompter des effets de commerce, se charger de leur recouvrement, recevoir des sommes d'argent en compte courant, faire des avances sur titres, marchandises ou propriétés foncières ; en outre, à la suite d'une convention avec le roi Guillaume, elle devenait propriétaire d'un domaine foncier très important ; enfin, elle était chargée du service de caissier de l'Etat (1).

L'activité de la Société Générale de Belgique, jusqu'à la Révolution de 1830 fut assez restreinte ; elle se divisait en deux branches bien distinctes : d'une part l'exploitation de son domaine agricole et forestier — à quoi vinrent s'ajouter quelques modestes tentatives industrielles — et d'autre part, ses opérations bancaires proprement dites.

Ce n'est qu'en 1835, après que la crise économique consécutive à la proclamation de l'Indépendance des Provinces Belges se fut atténuée, que la Société Générale entra résolument dans la voie de la participation au développement des industries nationales, par la création de filiales qui, sous son contrôle absolu, devaient devenir des « Omniums » de valeurs industrielles : c'est ainsi que furent fondées successivement la Société de Commerce de Bruxelles, la Société Nationale pour Entreprises Industrielles et Commerciales et la Société des Capitalistes Réunis dans un but de Mutualité Industrielle.

Les deux premières de ces Sociétés furent liqui-

(1) Les fonctions de Banque d'émission et de caissier de l'Etat cessèrent après la Révolution de 1848 ; quant au domaine foncier, il fut liquidé progressivement par réalisations ou rétrocessions à l'Etat.

dées en 1849 et depuis cette époque, c'est par voie de participations directes que la Société Générale procéda le plus souvent.

Son influence sur l'essor de l'industrie et du commerce belges au cours de la deuxième moitié du XIX^e siècle et jusqu'à la guerre de 1914 fut prépondérante dans tous les domaines : charbonnages, métallurgie, transports, entreprises coloniales, à tel point qu'on a pu dire à juste titre que « faire l'histoire de la Société Générale de Belgique, c'était en réalité dessiner la trame « de l'histoire économique de la Belgique, depuis plus d'un siècle ».

Après l'armistice, enfin, elle contribua grandement à la renaissance économique du pays, notamment par le concours éclairé qu'elle apporta aux augmentations de capital et émissions diverses auxquelles procédèrent de nombreuses Sociétés.

Dans son organisation actuelle, l'activité de la Société Générale de Belgique se divise en deux branches différentes : banque de dépôts très importante, d'une part, elle dispose, par l'intermédiaire de ses banques patronnées, d'un réseau d'agences étendu sur tout le territoire belge ; banque d'affaires considérable d'autre part, elle possède un portefeuille d'une qualité et d'une diversité remarquables.

Le tableau ci-après qui indique de dix ans en dix ans à partir de 1825 — ainsi que pour les deux derniers exercices — le montant de certains postes du bilan, permet de se rendre un compte exact de la progression de l'activité de la Société Générale comme banque d'affaires.

Le poste Actions et Obligations de diverses sociétés n'apparaît au bilan qu'en 1835 ; cela corrobore la constatation faite plus haut suivant laquelle ce n'est qu'à cette époque que la Société Générale commença de s'intéresser au mouvement industriel.

(en 1.000 francs belges)

An- nées	Capital social	Dette obli- gataire	Fonds de réserve	Act. et oblig. de sociétés ⁽¹⁾	Fonds publics
1825	33.044	1.255	1.054	—	20.818
1835	33.044	6.655	5.836	3.705	24.116
1845	33.739	48.094	32.965	28.708	14.746
1855	32.804	28.745	32.022	66.253	7.075
1865	—	20.975	39.415	80.255	4.894
1875	—	36.366	46.103	90.273	19.271
1885	—	42.240	52.180	101.646	11.082
1895	—	38.855	53.547	114.330	13.556
1905	—	56.281	59.073	154.960	34.136
1915	—	59.434	68.476	200.847	71.173
1925	100.000	106.840	250.628	427.834	334.688
1927	100.000	83.880	372.824	475.430	130.623
1928	400.000	82.807	735.211	778.464	37.818

Cela permet aussi d'affirmer qu'à ses débuts, tout au moins, elle ne présentait aucune des caractéristiques d'un Investment Trust ; ni la pensée de ses promoteurs, ni les fonctions qu'elle exerça au cours des premières années de son existence ne la destinaient à jouer le rôle d'une Société de Placement, à tel point que lorsqu'elle songea à prendre des participations, elle n'entendit d'abord le faire que par des Sociétés interposées ; ce ne fut que vers 1850 que le principe du financement direct se dégagait...

Depuis lors, le portefeuille Titres de la Société Générale s'est progressivement développé pour

(1) A partir de 1925, ce poste devient « Actions de diverses Sociétés » ; les obligations, qui n'ont d'ailleurs toujours figuré que pour des montants peu élevés, sont désormais comprises dans le poste « Fonds Publics ».

dépasser, au dernier bilan arrêté le 31 décembre 1928, le chiffre de F. B. 800.000.000. La division des risques y est jusqu'à un certain point observée, par catégories d'entreprises, notamment; toutefois, et bien que la diversité des opérations auxquelles elle se livre et la puissance de son organisation soient autant de facteurs de stabilité et d'équilibre, la Société Générale de Belgique est trop étroitement liée au système économique de la Belgique pour que l'on puisse lui reconnaître les traits essentiels d'un véritable Investment Trust, dont elle dépasse visiblement le cadre; à plus juste titre auraient pu revendiquer cette appellation les premières filiales qu'elle avait créées en 1835 et notamment la Société des Capitalistes dont l'article 2 des statuts (1) définissait ainsi l'objet:

a) Encourager l'esprit de coopération dans les placements et obtenir plus de capitaux pour des entreprises réellement utiles.

b) Protéger les épargnants par l'investissement de leurs ressources dans un grand nombre d'affaires, en vue de prévenir les pertes que la participation à une seule entreprise pourrait occasionner.

c) Fournir aux déposants à la Caisse d'Epargne (2) les moyens d'accroître leurs revenus par le placement de leurs petites économies dans les plus importantes entreprises industrielles.

L'article 5 des statuts spécifiait que la Société placerait son capital dans diverses entreprises offrant des garanties de bon rendement, à l'intérieur et à l'étranger, et l'article 6 prévoyait que les participations de la Société seraient constamment surveillées de manière à être réparties sur le plus grand nombre possible d'affaires et toujours en rapport avec l'importance du capital de la Société.

(1) Cités par Grosvenor M. Jones, dans un article des *U. S. A. Commerce Reports* de septembre 1924.

(2) Egalement une création de la Société Générale de Belgique.

L'existence de ces diverses filiales, qui rencontrèrent d'ailleurs une certaine opposition dans les milieux officiels, fut éphémère ; en 1850 elles avaient disparu... Leur influence sur l'épargne ne put donc s'exercer d'une manière durable et, à tout prendre, elles sont restées une exception dans l'histoire financière belge... elles méritent, toutefois, de figurer dans l'histoire ou plutôt la préhistoire des Investment Trusts avec qui elles présentent, incontestablement, certains traits communs.

Section II. — Suisse.

La situation géographique de la Suisse placée au carrefour des grands courants d'échange européens, la stabilité politique dont elle a toujours joui et enfin son industrialisation très poussée sont autant d'éléments qui expliquent l'essor pris chez elle par les affaires de finance et de banque. La modération du système fiscal applicable, dans la plupart des cantons, aux Sociétés de Participation a, au surplus, amené de puissants groupes étrangers à constituer sur le territoire de la Confédération de nombreuses Holding (1), si bien que la Suisse est peut-être, à l'heure actuelle, le pays où la flore des Sociétés financières est le plus richement représentée (2). Parmi ces Sociétés, certaines se rappro-

(1) C'est également dans un but d'évasion fiscale qu'ont été formées ces Sociétés de Placement dont l'unique objet est de gérer la fortune de gros capitalistes étrangers.

(2) Les Sociétés de Participation sont soumises, au point de vue fiscal, à des régimes très différents, selon qu'elles ont leur siège dans l'un ou l'autre des cantons. « Cette différence est telle, constate M. P. R. Rosset, dans son intéressant ouvrage sur les Holding Cies et leur imposition en Suisse, que l'impôt prélevé par certains cantons est jusqu'à vingt fois supérieur à celui prélevé par d'autres. Si nous prenons, par exemple, une Holding Cy S. A. au capital-actions versé de 4.000.000 fr. s. et dont le

chent nettement des Investment Trusts et à cet égard méritent un examen particulier.

Il faut remonter jusqu'à 1849 pour retrouver les traces de la première Société de Placement suisse constituée à Genève par MM. Bonna et Cie, Paccard, Ador et Cie, et Philippe Roger et Fils sous la raison sociale d' « Omnium, Société civile genevoise d'emploi de fonds » et au capital de deux (porté ensuite à cinq) millions de francs. Le but de la Société était l'achat et la vente de fonds publics, de titres industriels de tous pays ; ses participations comprenaient les entreprises les plus diverses : Canal de Corinthe, Sociétés du Gaz de Marseille, de Naples, de Vienne, Rio Tinto, etc. (1). L'Omnium garda un caractère strictement privé et joua surtout le rôle d'un groupement syndical de banques pour la prise en commun d'intérêts industriels : les établissements fondateurs en détenaient tout le capital ; il fit de bonnes affaires et fut liquidé dans des conditions ignorées. On ne peut aucunement l'assimiler à un Investment Trust dont la fonction essentielle consiste à faire appel à l'épargne publique.

Depuis la disparition de l'Omnium, de nombreuses Sociétés de Placement — émanations le plus souvent soit de maisons de banque privées, soit de banques commerciales, sont apparues sur le mar-

revenu réparti en dividendes est annuellement de 100.000 fr. s. elle a à payer dans le canton de Thurgovie un impôt de 24.140 fr. s., dans celui de Glaris de 400 fr. s., dans celui de Shaffhouse, si le taux est de 1/4 0/00, 250 fr. s. »

On comprend, dans ces conditions, que les Sociétés de Participation choisissent avec un soin extrême le canton où elles éliront domicile. C'est Glaris qui jusqu'ici paraît avoir connu la plus grande faveur. M. Rosset estime, dans l'ouvrage précité, que « sur 283 Sociétés de Participation et financières domiciliées en Suisse, 84 ont leur siège à Glaris » — mais Zurich, les Grisons et Saint-Gall sont également recherchés.

(1) D'après F. Allizé, *L'organisation des banques en Suisse*.

ché suisse ; on peut citer : la Société Financière Franco-Suisse (1892), la Société Financière Italo-Suisse (1902), la Société Suisse pour Valeurs de Placement (1907), la Société Financière Suisse Américaine (1907), la Société Suisse pour Valeurs de Métaux (1910), la Banque Suisse de Placements (1912), Valeurs d'Electricité S. A. (1923), Continental Securities Corporation (Thesaurus), Société Financière Internationale (1929), etc., etc. ; les unes s'intéressent plus spécialement à une branche industrielle déterminée (électricité, chemins de fer, métaux) et sont en même temps Sociétés de Financement ; d'autres ne sont suisses que par le domicile de leur siège social et ont un caractère international marqué ; d'autres, enfin, d'inspiration proprement helvétique, s'apparentent aux classiques Investment Trusts britanniques : c'est le cas de la Société Financière Franco-Suisse et de la Société Suisse pour Valeurs de Placement.

Société Financière Franco-Suisse.

Constituée en 1892 par un groupe important de banquiers suisses (Naville, Hentsch, Odier) et parisiens (Mallet, de Neuflize, Vernes), au capital de F. s. 20.000.000, elle avait, aux termes de l'article 2 de ses premiers statuts, un objet assez limité :

Art. 2. — La Société a pour objet principal l'acquisition soit de fonds d'Etat, soit de titres ou valeurs garantis par des Etats ainsi que leur réalisation successive, soit par ventes, soit par conversions ou remboursements.

Elle pourra en outre poursuivre les opérations usuelles, commerciales ou financières qui font l'objet de l'activité normale d'un établissement de banque.

Ce cadre ne tarda pas à paraître trop exigü et dès 1895 l'article 2 fut modifié de la manière suivante :

Art. 2. — La Société a pour principal objet l'acquisition et la réalisation :

- 1^o De fonds garantis par des Etats, villes ou communes ;
- 2^o D'obligations émises par des Compagnies de chemins de fer jouissant d'une garantie kilométrique annuelle ou autre, donnée par un Etat ;
- 3^o D'obligations de sociétés de crédits fonciers ou de chemins de fer jouissant d'une garantie hypothécaire légalement constituée. Toutefois, pour cette dernière catégorie, la proportion ne pourra représenter plus de 1/4 des placements de la Société.

La Société pouvait, pour donner plus d'extension à ses opérations, émettre ses propres obligations ; l'article 12 (rédaction de 1895) des statuts disposait :

La Société aura la faculté d'émettre ses propres obligations par décision de son conseil d'administration, et dans les proportions fixées par lui. Le produit des obligations émises sera exclusivement employé à l'achat de titres rentrant dans la catégorie des valeurs indiquées à l'article 2, et qui serviront de gage au service des dites obligations.

Les titres ou valeurs seront déposés en nantissement, et aux conditions prescrites lors de chaque émission, en mains de maisons de banque ou d'établissements de crédit désignés par le conseil d'administration. Toutefois, le montant total des obligations émises ne pourra être supérieur à une fois et demi le capital actions.

C'est dans les limites fixées par les statuts modifiés en 1895 que la Société exerça son activité jusqu'en 1925 ; la nécessité où elle était de ne mettre en portefeuille que des titres à revenu fixe, le fait qu'elle investit pratiquement la plus grande partie de ses ressources en fonds d'Etat ou de municipalités firent que la guerre de 1914 exerça sur ses affaires un fâcheux contrecoup : alors que le compte « Différences d'estimation et de changes » — qui définit au bilan l'écart entre le prix de revient du portefeuille et sa valeur boursière à la date de clôture des écritures — était, au 31 décembre 1913, inscrit au passif pour

81.658.317 fr. s., faisant donc ressortir une plus-value appréciable, au 31 décembre 1916, il apparaissait à l'actif pour 11.074.466 fr. s., révélant une dépréciation considérable.

La politique suivie par les dirigeants de la Société Financière Franco-Suisse a consisté depuis lors à tenter l'amortissement de cette dépréciation — que les vicissitudes subies par les finances d'après guerre de nombreux Etats vinrent encore aggraver — en y consacrant intégralement les soldes bénéficiaires du compte de profits et pertes ; au 31 décembre 1926, le compte Différences d'estimation et de changes ne figure plus que pour 4.000.000 fr. s. ; en vue d'assainir définitivement la situation, le conseil décide la réduction du capital social de 20.000.000 à 16.000.000 fr. s., et l'appel de 1.000 fr. s. sur chacune des 4.000 actions anciennes de 5.000 fr. s. (réduites au nominal de 4.000 fr. s.) ; l'apport de ces capitaux frais permet de faire disparaître de l'actif le solde du compte « Différences d'estimation ». Mais préalablement à cette réorganisation, l'objet de la Société a été élargi ; l'assemblée extraordinaire du 27 avril 1925, en effet, a décidé la modification de l'article 2 des statuts, dont le nouveau texte est reproduit ci-dessous :

Art. 2. — La Société a pour objet principal l'administration de participations financières à l'étranger.

Elle poursuit son objet :

1^o Par l'acquisition et la réalisation de tous titres (actions, obligations, etc...) et entre autres :

- a) De fonds garantis par des Etats, villes ou communes.
- b) D'obligations émises par des Compagnies de chemins de fer jouissant d'une garantie kilométrique annuelle ou autre donnée par un Etat.
- c) D'obligations de sociétés de crédit foncier ou de chemins de fer jouissant d'une garantie hypothécaire légalement constituée.

2° Par toutes opérations financières qui sont en rapport avec cet objet ou qui peuvent servir au placement temporaire des fonds disponibles.

Le Rapport pour l'exercice 1927 fournit les précisions suivantes sur les motifs qui ont guidé le conseil dans ce changement d'orientation :

En vous demandant l'autorisation d'envisager pour notre Société la possibilité de s'intéresser à d'autres placements que des fonds d'Etat, emprunts de villes, de chemins de fer ou de banques hypothécaires, votre conseil désirait que votre organisation pût prendre des participations dans un certain nombre d'entreprises.

Il avait en vue, en effet, sa transformation en un Investment Trust comme il en existe depuis très longtemps en Angleterre où ils ont pris un essor considérable et comme il s'en est constitué beaucoup depuis un an aux Etats-Unis.

Dans les limites des nouveaux statuts, votre conseil, tout en agissant avec la plus extrême prudence, a pu profiter en 1927 des nombreuses émissions qui ont eu lieu aux Etats-Unis et en Europe, pour arbitrer la presque totalité du solde de nos valeurs en monnaies non stabilisées contre des titres en monnaie saine. Ces opérations ont donné des résultats très satisfaisants, qui se manifestent par la différence d'intérêt entre le revenu de nos placements et le coût de l'argent emprunté.

La composition du portefeuille au 31 décembre 1928 marque nettement le souci de répartition des risques qui guide désormais la politique de la Société :

(en 1.000 francs suisses)

Groupes :	Oblig.	Actions	Total en %
Francs suisses	1.003	2.893	15,30
— français	852	931	7
Reichsmarks	2.879	1.120	15,71
Livres sterling	620	303	3,62
Dollars	4.868	9.269	55,53
Divers	285	437	2,84
	10.507	14.953	100
	25.460		

En résumé, la Société Financière Franco-Suisse a été, pendant la plus grande partie de sa carrière, une Société de Placement à objet limité, recherchant la sécurité de ses participations dans la nature des titres qu'elle achetait plus que dans le crédit des pays où elle investissait ses ressources (elle a toujours détenu beaucoup de Fonds d'Etats dont la situation financière était plus ou moins précaire) ; peut-être aussi fut-elle, dans une certaine mesure, Société de Financement, par les intérêts qu'elle prit à des syndicats d'émission de divers emprunts publics... quoi qu'il en soit, son évolution, depuis 1925, a été très nette et à l'heure actuelle elle représente sans nul doute une institution très voisine des classiques Investment Trusts.

Société Suisse pour Valeurs de Placement

Constituée à Bâle en 1907 sous les auspices de la Société de Banque Suisse et de diverses banques privées au capital de 20.000.000 fr. s., elle a, aux termes de ses statuts, comme objet :

Art. 2. — 1^o L'achat, la vente, l'échange, la prise ferme de valeurs de placement (actions, obligations, etc.), les avances et toutes autres opérations sur ces titres.

2^o Toutes autres opérations financières et de banque qui sont en connexité avec les buts de la Société ou ont pour objet le placement temporaire de ses fonds.

Elle peut émettre des obligations jusqu'à concurrence du double de son capital social.

En fait, la Société Suisse pour Valeurs de Placement exerce l'activité d'une Société mixte de Placement et de Financement, tirant ses bénéfices aussi bien de participations syndicales et d'avances consenties à des entreprises industrielles, que des revenus de son portefeuille. Celui-ci comprend

obligations et actions les plus diverses dans des proportions variables, mais où les titres à revenu fixe dominent toujours ; au bilan arrêté le 31 mars 1929, ils figurent pour 26.398.328 fr. s. alors que les actions ne sont inscrites que pour 10.826.147 fr. s. Notons qu'aux termes des statuts, les titres en portefeuille doivent être évalués au maximum au cours moyen du mois précédant la date du bilan, sans que ce cours d'évaluation puisse dépasser le prix d'achat (art. 35).

Comme la Société Financière Franco-Suisse, la Société Suisse pour Valeurs de Placement a dû, par suite de la dépréciation de ses participations, procéder en 1927 à une réorganisation financière, par réduction du capital social de 20.000.000 fr. s. à 15.000.000 fr. s. et augmentation simultanée à 20.000.000 fr. s.

Sa dette obligataire apparaît au bilan de l'exercice 1928-29 pour 27.500.000 fr. s., en obligations séries B (4 %) et C (4 ½ %) et en obligations 5 % 1926. Les obligations des séries B et C présentent cette particularité d'être garanties par le dépôt entre les mains de la Société Anonyme Fiduciaire Suisse, qui joue le rôle de fidéicommissaire, de titres dont la valeur boursière globale ne doit jamais descendre au-dessous de la valeur au pair des dits emprunts ; elles se rapprochent donc des obligations du type « Collateral Trust Bonds » dont nous avons parlé au sujet des Investment Trusts américains ; mais, en outre, elles participent aux superbénéfices, dont elles recueillent 20 %.

Aux termes de l'article 13 des statuts, enfin, « les valeurs à revenu fixe (obligations), effets de change et avoir en Banque appartenant à la Société doivent représenter ensemble au moins les 2/3 du montant total des obligations en circulation ».

La politique suivie par la Société n'est nullement comparable à celle des Investment Trusts britanniques, en ce qui concerne les réserves : l'ensemble de celles-ci ne figure au dernier bilan que pour 1.173.839 fr. s., chiffre manifestement faible en regard d'un capital social de 20.000.000 fr. s. et d'une dette obligataire de 27.500.000 fr. s. et peut-être est-ce faute d'avoir constitué des réserves suffisantes en période de prospérité que la Société Suisse pour Valeurs de Placements s'est trouvée incapable de parer à la dépréciation de son portefeuille autrement que par une onéreuse réorganisation de son capital.

Section III. — Hollande.

Le marché financier hollandais, en particulier celui d'Amsterdam, a pris depuis la guerre, sur le plan international, une grande extension, tant au point de vue des crédits à court terme, notamment par le développement du trafic des acceptations de banque pour lequel des institutions spécialisées ont été constituées par les banques hollandaises, qu'au point de vue des crédits à long terme, ainsi que l'indique l'augmentation continue des émissions depuis un certain nombre d'années (1). Ce n'est pas au seul capital néerlandais qu'a été dû cet accroissement de l'activité financière ; comme la Suisse, la Hollande a bénéficié de l'apport de gros capitaux étrangers (surtout allemands) qui venaient chercher, sur son territoire, une assurance contre les vicissitudes de leur monnaie nationale ou un refuge contre une fiscalité excessive.

(1) De 472.869.000 florins en 1921, elles sont passées à 661.752.000 florins en 1928.

Il s'est par suite créé en Hollande de nombreuses Sociétés de Participation de natures diverses (Holding, Trusts internationaux, etc.) qui n'ont souvent de néerlandais que la raison sociale et le siège, et dont l'étude n'offre aucune utilité particulière du point de vue qui nous intéresse (1).

Il existe par contre, aux Pays-Bas, sous le nom d'Administratie Kantooren (Comptoirs d'Administration) des institutions originales dont il convient de dire quelques mots.

L'objet des Comptoirs d'Administration consiste principalement à faciliter l'introduction sur le marché hollandais de certains titres étrangers qui, à cause de leur caractère essentiellement nominatif, ou de leur valeur nominale trop élevée, ou pour toute autre raison, seraient difficilement négociables sous leur forme primitive. Le mécanisme de leurs opérations est le suivant (2) : ils reçoivent, de la collectivité étrangère intéressée, la masse des titres nominatifs ou au porteur qu'il s'agit d'introduire et créent, en représentation, des certificats au porteur : seuls ceux-ci circuleront dans le public, les titres originaux étant bloqués. Vis-à-vis de la Société émettrice, le Comptoir d'Administration est comme propriétaire : il touche intérêts et dividendes, vote aux assemblées, etc... Vis-à-vis des porteurs, sa situation est très voisine de celle d'un Trustee par rapport à un « cestui que trust » ; vis-à-vis du fisc, il représente valablement la Société débitrice.

Il est assez difficile de se prononcer sur la nature

(1) Il s'est constitué récemment à Amsterdam sous le nom de N. V. Engelsch Hollandsche Belegings Trust, une Société de Placement dont les statuts sont copiés sur ceux des Trusts britanniques (pas plus de 10 % du capital ne peut être placé dans une même valeur).

(2) D'après Cheminai, *Les Sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères*.

exacte des Comptoirs d'Administration. Sociétés de Placement ? À coup sûr, non. Sociétés de Contrôle ? il ne semble pas, quoiqu'ils puissent être amenés à jouer un rôle influent aux assemblées des diverses Sociétés qu'ils ont introduites, s'ils représentent un nombre suffisant d'actionnaires. Sociétés de Financement ? jusqu'à un certain point, puisqu'ils concourent activement à un grand nombre d'émissions.

En définitive, et bien qu'ils favorisent incontestablement l'accession de la petite épargne aux placements étrangers, ce qui est également l'un des buts des Investment Trusts, les Comptoirs d'Administration n'ont avec ceux-ci que de très lointains rapports (1).

Section IV. — Allemagne.

Les Sociétés de Placement du type Investment Trust sont restées une exception sur le marché allemand avant 1914 ; d'une part, les capitaux privés trouvaient, à l'intérieur du pays, un emploi suffisamment rémunérateur pour que le besoin d'institutions spécialisées ne se fît pas sentir ; d'autre part, les banques finançaient le plus souvent directement l'industrie (2), moins d'ailleurs en participant au capital social des entreprises que par voie d'avances en compte-courant, à long terme.

Les Sociétés que l'on cite parfois comme les « Investment Trusts » allemands d'avant guerre paraissent avoir été plutôt des organismes de

(1) Ils se rapprochent au contraire singulièrement des Sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères auxquelles M. Cheminai a consacré un ouvrage très remarqué.

(2) C'était la formule de la Banque à tout faire « Bank für Alles » qui prévalait.

Financement ; c'est le cas de l'Aktiengesellschaft für Rheinisch-Westphalische Industrie fondée en 1871 sous les auspices du Schaffhausenscher Bankverein et de quelques autres banques, au capital de 6.000.000 Mk., et qui connut pendant ses cinquante années d'existence (elle fut dissoute en 1921) des fortunes diverses, de la Bergisch-Märkische Industriegesellschaft et de diverses autres affaires plus ou moins cantonnées dans un compartiment industriel déterminé (Gesellschaft für Elektrische Unternehmungen, Aktiengesellschaft für Industrielle Unternehmungen de Blankenburg, etc.) qui tenaient le milieu entre la banque d'affaires spécialisée et la pure société de commandite industrielle.

En réalité, il faut attendre jusqu'à ces dernières années pour voir apparaître sur le marché financier du Reich des institutions voisines des Investment Trusts ; ce sont, en 1926, la Commercial Investment Trust Aktiengesellschaft, simple filiale de la Commercial Investment Trust Corporation of New-York qui en détient tout le capital... (5 millions de RM.), et surtout la Bayerische Investment Aktiengesellschaft.

Bayerische Investment Aktiengesellschaft.

Constituée en octobre 1926 à Munich, par un groupe proprement allemand, au capital autorisé de RM. 1.000.000 (dont émis RM. 250.000), la Société a pour objet le placement de ses ressources sur le modèle des Investment Trusts anglais et américains.

Les dispositions restrictives suivantes sont prévues dans les statuts pour l'investissement des fonds de la Société :

1^o Pas plus de 10 % du capital social ne peuvent être placés dans les titres d'une même entreprise — aucun traitement de faveur n'étant accordé aux valeurs émises par des Etats ou des Municipalités.

2^o Pas plus de 25 % du capital ne peuvent être placés en actions.

3^o Pas plus de 25 % du capital ne peuvent être placés en prêts à long terme, titres hypothécaires ou autres valeurs du même ordre.

4^o 50 % au moins des placements doivent se composer de valeurs à revenu fixe.

5^o 75 % au moins des placements doivent se composer de valeurs facilement négociables en Bourse.

L'activité de la Société au cours de ses deux premiers exercices (1926-27 et 1927-28) semble avoir été assez limitée, dans le domaine du placement pur ; sans doute a-t-elle un portefeuille titres important (il figure au dernier bilan pour RM. 182.535) mais les bénéfices qu'elle a réalisés (RM. 28.050 en 1926-27 et RM. 24.601 en 1927-28) paraissent provenir surtout de commissions encaissées à la suite de négociations avec des groupes américains, pour le compte du Gouvernement bavarois ; en juin 1927, notamment, elle servit d'intermédiaire entre celui-ci et l'Equitable Trust Co pour la souscription par cette dernière à \$ 20.000.000 de bons du Trésor.

Le succès médiocre obtenu par la Bayerische Investment Aktiengesellschaft sur un terrain qui devait être, dans l'intention des fondateurs, son principal champ d'opérations, s'explique par des considérations fiscales. Le rapport de l'exercice 1927-28 fournit à cet égard les précisions suivantes :

Le conseil continue à étudier la possibilité d'adapter le principe des Investment Trusts aux conditions qui règnent

en Europe Continentale et en particulier en Allemagne. A son avis, la création de sociétés spécialisées dans une branche déterminée du commerce ou de l'industrie ou uniquement constituées en vue du bénéfice de quelques fondateurs est contraire à la conception originale des Investment Trusts et ne doit donc pas être envisagée. D'un autre côté, le poids des impôts en Allemagne rend l'activité de placement d'une société anonyme impossible tant qu'un allègement aux charges fiscales ne sera pas intervenu. Le montant des impôts payés par une Société de Participation allemande absorbe, en effet, environ 50 % de ses bénéfices nets, alors que la même affaire, constituée en Suisse, ne payerait que 2,3 ou 4 %. On peut prévoir que, lorsque les difficultés fiscales seront aplanies, le conseil sera en mesure d'offrir aux capitalistes allemands les mêmes facilités de placement que procurent, depuis 70 ans, à l'épargne britannique, les Investment Trusts orthodoxes anglais et écossais.

Ainsi donc, c'est uniquement une question fiscale qui semble entraver, à l'heure actuelle, le développement des Investment Trusts en Allemagne. Le fait est intéressant à retenir, car nous le retrouverons dans l'étude des Sociétés de Placement en France.

Ajoutons que c'est pour échapper à l'impôt qu'avait été constituée à Berlin en 1923 — donc bien avant la fondation de la Bayerische Investment Aktiengesellschaft — sous le régime fiscalement favorisé des sociétés coopératives, une Société de Placement dénommée : Deutsche Kapitalverein, au capital de RM. 3.000.000 environ. Malgré les bons résultats qu'elle a obtenus (elle a pu répartir en 1928 un dividende de 8,4 %), son développement est limité par le fait que ses actions ne peuvent être introduites en Bourse et ne sont pas publiquement négociables.

Section V. — Japon (1).

Il existe au Japon, sous le nom de Shintaku Kaisha (shin signifie croire, taku confier, et kaisha société), des institutions dont l'objet principal est de faire fructifier les capitaux que leur confient les particuliers n'ayant pas la compétence ou le temps nécessaire pour entreprendre eux-mêmes la gestion de leur fortune.

C'est la loi impériale du 21 avril 1922 qui les régit. Soumises à l'autorisation préalable du Ministre des Finances, elles doivent avoir un capital minimum de Yen : 1.000.000, sont assujetties à certaines obligations pour le placement des fonds confiés, sont tenues d'affecter 10 % de leurs bénéfices nets à la Réserve (jusqu'à ce que celle-ci atteigne le montant de leur capital) et de publier des bilans semestriels. Le Ministre des Finances exerce sur elles un contrôle sévère.

Ce sont les grands groupes financiers comme Mitsui, Mitsubishi, Yasuda, Sumitomo qui ont fondé les premiers Shintaku Gaisha ; celles-ci font aux banques une assez dure concurrence. Elles jouissent en effet de la faveur croissante du public. Alors qu'à la fin de 1926, les biens à eux confiés n'atteignaient que 636 millions de yen, à la fin de 1927, ils étaient de 958 millions de yen, et au 31 décembre 1928 de 1 milliard 268 millions de yen, comme l'indique le tableau suivant, tiré d'une publication officielle du Ministère des Finances japonais.

(1) Nous devons la plupart des renseignements sur les Shintaku Kaisha à M. Kubo, attaché à la délégation japonaise près la Commission des Réparations, qui a eu l'obligeance de traduire pour nous les passages essentiels de la loi du 21 avril 1922.

<i>Actif (en millions de yen) Passif</i>					
A la fin de	Titres	Avances	Capitaux en Trust	Titres en Trust	Total du bilan
1926	101	472	439	118	636
1927	225	645	709	158	958
1928 mars	267	692	796	174	1056
juin	320	714	867	186	1129
sept.	370	751	951	190	1214
oct.	382	772	975	195	1245
nov.	384	778	1003	197	1268
déc.	397	787	1008	194	1268

On voit que les placements des Skintaku Gaisha ne sont pas effectués tant en valeurs mobilières qu'en avances au commerce et à l'industrie...

Un bel avenir est généralement prédit, au Japon, aux Skintaku Gaisha. M. Yoneyama, président de la Mitsui Trust Co, la plus ancienne de ces institutions, prévoyait, il y a quelque temps, qu'elles disposeraient bientôt, en bloc, de plusieurs milliards de yen. Quoi qu'on puisse penser de ces prévisions optimistes, il est certain qu'elles se sont taillées, en peu de temps, une place importante sur le marché nippon. Constatons, d'ailleurs, que bien qu'on ait voulu les assimiler à des Investment Trusts, c'est en réalité avec les Trusts C^{ies} américaines qu'elles ont le plus d'affinité.

Section VI. — Luxembourg.

Le Gouvernement du Grand Duché poursuit depuis quelques années une politique qui tend à faire du Luxembourg un important centre financier international. C'est à cette politique qu'il

faut attribuer la création, en 1928, d'une Bourse des Valeurs, et, plus récemment (17 juillet 1929), le vote d'une loi tendant à favoriser, par des dégrèvements fiscaux considérables, l'installation, sur le territoire du Grand Duché, des Sociétés de Participation.

Il paraît intéressant, à un moment où l'on se préoccupe vivement en France de la législation de ces sociétés, de reproduire quelques passages du rapport de la Section Centrale de la Chambre des députés du Luxembourg, sur le projet de loi qui est devenu la loi du 17 juillet 1929 ; les considérations qui ont amené les pouvoirs publics à se préoccuper de la question des Holdings y sont clairement exposées :

Si jusqu'ici, aucune holding pure n'a été constituée au Grand Duché, c'est que d'autres pays ont accordé à ce genre de sociétés des facilités fiscales et que la Holding, n'ayant pas d'exploitation directe, peut fixer son siège social dans un pays à son choix. Elle choisira celui qui lui inspirera confiance par la stabilité de son état politique et qui lui donnera un régime fiscal favorable.

La Holding est aussi mobile que ses titres. Elle peut déplacer son siège avec la plus grande facilité et changer de nationalité.

Les Sociétés dont l'exploitation se trouve dans un pays ne peuvent pas se dérober à l'emprise fiscale. La Holding au contraire, étant libre et sans entraves, peut se métamorphoser du jour au lendemain de société luxembourgeoise en société étrangère.

Aussi certains pays et notamment la Suisse accordent-ils aux Holding Cies de grandes facilités ; d'autres pays sont prêts à examiner à leur tour un statut fiscal spécial.

La principauté de Lichtenstein conclut même avec les Holdings des arrangements aux termes desquels l'administration du fisc s'interdit pendant une durée assez longue le droit de frapper les Holdings d'impôts en dehors de ceux prévus ou même d'augmenter ces derniers.

Les allègements fiscaux proposés par l'Administration de l'enregistrement et consignés dans le présent projet de loi doivent trouver l'approbation des pouvoirs publics.

Il ne faut pas perdre de vue que la Holding est constituée la plupart du temps par la substitution d'actions Holding aux actions des sociétés contrôlées, lesquelles sont imposées à la base. Il y aurait donc toujours une double imposition si ses actions étaient frappées des mêmes impôts que celles des autres sociétés industrielles, commerciales et financières.

Au vrai sens du mot, la loi ne crée pas un privilège spécial, terme qui pourrait prêter à confusion. La holding n'est pas une société de production, elle ne fait appel à aucun service spécial de l'Etat, elle n'occasionne aucune charge de quelque nature qu'elle soit.

Les principales dispositions du nouveau texte luxembourgeois sont résumées ci-dessous :

Art. 1^{er}. — Sera considérée comme société holding, toute société luxembourgeoise qui a pour objet exclusif la prise de participation, sous quelque forme que ce soit, dans d'autres entreprises luxembourgeoises ou étrangères et la gestion, ainsi que la mise en valeur de ces participations, de manière qu'elle n'ait pas d'activité industrielle propre et qu'elle ne tienne pas un établissement commercial ouvert au public. Le portefeuille des sociétés holding peut comprendre des fonds publics luxembourgeois ou étrangers.

La société holding sera exempte de l'impôt sur le revenu, de la surtaxe, de l'impôt complémentaire et de l'impôt sur le coupon. Sans avoir droit à la restitution de l'impôt sur le coupon perçu à charge des obligations indigènes qu'elle tient en portefeuille, elle est également exonérée des centimes additionnels des communes.

Désormais la holding ne sera plus soumise qu'aux taxes suivantes :

1^o Droit proportionnel de 0,32 % sur les actes de formation et de prorogation de la société, ainsi que sur les augmentations du capital social.

2^o Droit d'abonnement annuel et obligatoire à la charge des titres de société (0,15 %).

3^o Droit de timbre sur les titres émis (0, 10 %).

Ces trois impôts ne pourront être assujettis à des centimes additionnels au profit des communes.

L'art. 2 dispose que les revenus qu'un propriétaire d'actions ou d'obligations d'une société holding luxembourgeoise retire de ces titres sont soumis à l'impôt sur le revenu et à la surtaxe pour une fraction correspondante au revenu des titres étrangers détenus par la société holding pourvu

que le propriétaire réside dans le Grand Duché ; il en sera de même de l'impôt complémentaire qui sera dû pour la même fraction.

On a évalué (1) qu'une société holding luxembourgeoise au capital de F. L. 20.000.000 tirant de son portefeuille un revenu de F. L. 1.000.000, aurait, sous l'ancienne législation, acquitté annuellement F. L. 334.000 d'impôts, alors que sous le nouveau régime elle ne payera plus que F. L. 32.000, c'est-à-dire moins qu'à Glaris ou au Lichtenstein...

C'est dire tout l'intérêt de la loi du 17 juillet 1929. Il faut ajouter que la définition donnée, dans son texte, de la Holding est assez large pour englober toute Société de Participation de type pur ; elle s'adapte notamment parfaitement aux Investment Trusts dont elle est certes de nature à favoriser la création sur le sol du Grand Duché.

(1) D'après la *Gazette de Francfort*.

CHAPITRE III

LES SOCIÉTÉS DE PLACEMENT EN FRANCE

Section I. — L'avant-guerre.

Le marché français ne connaissait guère, avant 1914, comme Sociétés de Placement que celles qui ont plus spécialement en vue l'investissement de l'Épargne Réserve, c'est-à-dire les Caisses d'Épargne, les Sociétés de Capitalisation et jusqu'à un certain degré, les Compagnies d'Assurances. Les Sociétés de Placement du type Investment Trust, ayant pour objet essentiel de faire fructifier, d'après des principes scientifiques, l'Épargne créatrice étaient tout à fait exceptionnelles dans notre pays.

La cause de ce fait, qui se présente d'abord comme une véritable anomalie quand on le rapproche de la puissance d'économie bien connue du peuple français, doit être recherchée principalement (1) dans l'organisation de notre marché des émissions.

Ce marché se trouvait soumis avant-guerre à l'influence prédominante des Banques d'affaires et des grands Etablissements de crédit. Les caractéristiques propres à chacune de ces deux catégories d'institutions rendaient leur action combinée particulièrement efficace. Les Banques d'affaires, d'une part, étaient outillées pour étudier la struc-

(1) Certes la double imposition sévissait déjà, mais la modération des tarifs la rendait supportable.

ture technique des entreprises qui venaient solliciter leur concours, négocier l'octroi de ce concours et en déterminer les bases financières. Les Etablissements de crédit, d'autre part, grâce au réseau serré que leurs succursales, agences et bureaux étendaient sur tout le territoire, avaient une situation privilégiée pour la distribution des émissions...

Une alliance s'imposait donc entre ces organismes qui se complétaient si bien l'un l'autre : elle fut réalisée sous la forme des Groupements Financiers. Comme le dit M. Germain Martin (1) :

Après 1900, nos quatre grands établissements de crédit : Crédit Lyonnais, Société Générale, Comptoir National d'Escompte, Crédit Industriel et Commercial et les principales banques d'affaires, surtout la Banque de Paris et des Pays-Bas, formèrent, pour leurs émissions importantes, un consortium dans lequel la Banque de Paris jouait le rôle de gérante, étudiant l'organisation financière d'une affaire dont les autres participants aux Syndicats plaçaient les titres parmi leur clientèle.

Ces membres du grand consortium, à leur tour, formaient, chacun, des groupements secondaires avec les banques de leur relation continue.

Ainsi la Banque de Paris et des Pays-Bas était en étroite union avec la Société Générale et la Banque Privée Lyon-Marseille ; le Crédit Industriel et Commercial trouvait une collaboration assurée auprès des Banques de Province qu'il avait aidées, soutenues : Société Marseillaise, Société Nantaise, Société Bordelaise.

Autour de l'Union Parisienne se groupaient les représentants très puissants de la haute banque qui, d'ailleurs, comptait des représentants dans tous les conseils d'administration des grandes affaires de la Place de Paris, les Rothschild, Lazard, Camondo, d'Erlanger, Heine, Cahen d'Anvers, Mallet, Hottinguer, de Neuflize, Vernes, Stern, Mirabaud, etc.

La dernière assise de l'édifice était formée par les banques revendeuses de titres, qui constituaient des groupements avec les banques offrant le titre à la clientèle des épargnants, et qui formaient le groupe des banques de classement.

(1) *Les Finances publiques de la France et la Fortune privée* (Payot, 1925).

Il faut reconnaître que dans ce système — qui fonctionnait techniquement à la perfection, — il n'y avait guère de place pour ces intermédiaires que constituent, sur un plan un peu à part, les Investment Trusts, entre la demande et l'offre de capitaux. Les Banques, en effet, voyant en eux des concurrents dangereux susceptibles d'aiguiller l'épargne privée dans une autre direction que celle qu'elles-mêmes voulaient lui imprimer auraient entravé la diffusion de leurs titres dans le grand public, et voué ainsi dès l'origine leurs tentatives à l'insuccès... Et pourtant l'intervention de Sociétés de Placement eut singulièrement servi avant 1914 la cause du capital français. L'histoire des placements de notre épargne à l'époque contemporaine, dont les diverses phases ont été magistralement évoquées par M. Germain Martin dans son ouvrage *Les Finances publiques de la France et la Fortune privée*, montrent qu'aucun plan d'ensemble n'a présidé à l'investissement rationnel de nos économies nationales et que c'étaient le plus souvent des préoccupations d'ordre politique qui traçaient leur ligne de conduite à nos dirigeants. Ce n'est qu'ainsi que l'on peut expliquer la masse toujours plus considérable des fonds étrangers que notre marché était invité à absorber, sans que jamais l'on parût estimer le point de saturation atteint (1).

Il est certain, dit M. Germain Martin, que la place de Paris était devenue la terre de Chanaan des Etats en quête de capitaux. Pouvoir placer ses valeurs sur le marché de Paris signifiait, pour la nation dont les titres étaient admis à la

(1) « Tandis qu'en 1890, dans une fortune mobilière évaluée, au total, à 94 milliards, nous possédions 74 milliards de valeurs françaises et 20 milliards de valeurs étrangères, en 1913, pour une fortune globale de 110 à 116 milliards, nous détenions 70 milliards de titres français et 40 milliards de titres étrangers » (M. Germain Martin).

cote, que des sommes considérables allaient être accordées à un bon marché qu'on ne pouvait espérer ailleurs... On peut affirmer que dans la série des émissions d'emprunts russes qui ont enlevé à la France plus de 12 milliards, on a fait une politique de courtages plus qu'une politique financière utile à la nation... l'épargne française fut la flamme réchauffante d'une alliance jugée nécessaire.

Le « point de vue du capitaliste » était donc délibérément négligé et les principes élémentaires de gestion, division des risques, répartition scientifique des placements, laissés dans l'ombre la plus complète ; l'on ne peut qu'exprimer le regret, dans ces conditions, que notre organisation financière n'ait point permis le développement de ces organismes essentiellement régulateurs que constituent sur un marché les Investment Trusts...

Il ne faudrait pas conclure des considérations précédentes que la France n'ait joué aucun rôle dans l'histoire de Sociétés de Participation. Bien au contraire, elle fut l'un des premiers pays à en apercevoir tous les avantages économiques. Sans vouloir remonter jusqu'à Law dont la Compagnie des Indes peut être considérée comme un ancêtre lointain des Holdings modernes, l'exemple plus rapproché de nous du Crédit Mobilier est, à cet égard, particulièrement instructif.

Le Crédit Mobilier (1).

Le Crédit Mobilier a été en France, à l'époque de sa création, une tentative originale de financement industriel et peut être considéré chronologiquement comme la première grande banque d'affaires.

(1) Pour plus de détails voir Dupont-Ferrier, *Le Marché financier de Paris sous le Second Empire*.

faïences française ; d'autre part, dans certaines publications étrangères on en fait un devancier des Investment Trusts britanniques ; à un double point de vue il n'est donc pas inutile de retracer brièvement sa carrière.

Le Crédit Mobilier a été la réalisation d'un plan des frères Pereire qui, à l'époque de développement industriel intense du milieu du *xix^e* siècle, avaient senti la nécessité de « remédier à l'insuffisance des moyens de crédit offerts à l'organisation des grandes affaires du pays » par la constitution d'un « centre assez puissant pour relier entre elles les diverses industries ».

Le Crédit Mobilier semble avoir été conçu tout d'abord à l'image du Crédit Foncier ; un rapport, présenté à l'assemblée générale ordinaire et extraordinaire du 29 avril 1854, mettait en parallèle le but et les moyens d'action de l'un et de l'autre dans les termes suivants : L'une prête sur immeubles, par voie d'hypothèque, au moyen de son capital, d'abord, puis à l'aide d'obligations qu'elle émet pour une somme égale à celle des prêts effectués.

L'autre place ou prête sur valeurs mobilières et industrielles au moyen de son capital d'abord, puis à l'aide des fonds que lui procurent les obligations qu'elle est autorisée à émettre pour une somme égale à celle de ses placements et du montant de ses dépôts en compte-courant.

La Société place ou prête d'un côté ce qu'elle emprunte de l'autre, jouant ainsi le rôle d'intermédiaire entre les capitalistes et l'industrie, substituant son crédit accru de toutes les forces qui tendent à s'agglomérer autour d'elle, au crédit d'une entreprise isolée.

Les ressources du Crédit Mobilier devaient donc provenir, dans l'esprit de ses fondateurs, de deux origines différentes : son capital-actions, et les obligations qu'elle émettrait et qui devaient constituer, en quelque sorte, le pivot de ses combinaisons. En fait il fut réduit à la première, car le gou-

vernement ne donna jamais son adhésion aux projets d'emprunts obligataires qui, à plusieurs reprises, lui furent présentés. Le Crédit Mobilier ne put donc mettre à exécution, dans toute son ampleur, son plan primitif et fut contraint d'abandonner ses ambitions de Banque « de placements, d'émission, de prêts et d'emprunts » pour se cantonner dans les fonctions de « Société commanditaire de l'Industrie et de Société financière », « en souscrivant ou acquérant des effets publics, actions et obligations de toutes sociétés et soumissionnant des emprunts ou des entreprises, pour les céder et réaliser »...

Dans ce cadre plus restreint, le Crédit Mobilier joua d'ailleurs un rôle considérable et nombreuses furent les Sociétés qu'il finança ou à la constitution desquelles il intervient, notamment dans le domaine des chemins de fer, des assurances, des entreprises immobilières, de navigation maritime, etc...

Ses dirigeants, malheureusement, ne surent pas

<i>(en millions de francs)</i>		
Bilan au 31 décembre	Capital versé	Réserves (1)
1853	56,5	
1854	60	0,4
1855	60	1,7
1856	60	2
1857	60	6,1
1858	60	11,4
1859	60	2
1860	60	2
1861	60	2
1862	60	4,2
1863	60	7,7
1864	60	3,5
1865	60	7,6
1866	120	4

(1) Y compris les bénéfices reportés.

se garder de la tentation de spéculer en Bourse en vue d'obtenir des bénéfices suffisants pour maintenir aux actionnaires les gros dividendes qui, dès l'origine, leur avaient été distribués ; ils ne comprirent pas la nécessité de constituer d'importantes réserves et l'on voit, dans le tableau ci-dessus, que le pourcentage de celles-ci par rapport au capital a toujours été très faible et sans proportion avec l'amplitude des opérations — souvent très risquées — auxquelles se livrait le Crédit Mobilier.

L'expérience vint d'ailleurs confirmer ce que la théorie aurait dû faire prévoir. Le Crédit Mobilier fut incapable de résister à la période de dépression qui affecta la Bourse dans les années qui précédèrent 1870. Son capital s'effrita peu à peu ; en outre il subit de lourdes pertes du fait d'avances trop considérables consenties à une filiale, la Compagnie Immobilière.

Bref, en novembre 1871, il fut dissous. Son actif, évalué à 48.000.000 fr. seulement, alors que le capital était encore nominalelement de 120.000.000 fr., fut apporté à une nouvelle affaire, la Société de Crédit Mobilier, dont l'activité, au cours des 25 dernières années du *xix^e* siècle, connut des fortunes diverses et qui, elle-même, céda la place en 1904 au Crédit Mobilier Français, lequel existe encore actuellement.

Quel jugement porter sur la tentative du Crédit Mobilier ? Au point de vue qui nous intéresse plus particulièrement, constatons d'abord que son assimilation aux Investment Trusts appelle d'expresses réserves. La notion primordiale, celle de division des risques, ne paraît en effet jamais avoir préoccupé grandement ses dirigeants. Sans doute avait-on fait état, lors de sa constitution, de ce que « disposant de nombreux moyens d'information et d'examen qui manquent aux particuliers pour

apprécier sainement la valeur intrinsèque ou l'opportunité des affaires qui leur sont présentées », il serait en mesure de diriger et de conduire les mouvements de capitaux vers les entreprises qu'il jugerait dignes de son patronage, et vers celles-là seulement, faisant ainsi profiter ses actionnaires et l'épargne, en général, de plus-values presque certaines... pratiquement, il ne sut pas limiter ses propres participations et c'est, nous l'avons vu, la défaillance d'une filiale qui causa, en grande partie, sa perte. En outre, le Crédit Mobilier recevait des dépôts en compte-courant et prêtait ses guichets à de nombreuses émissions publiques, débordant par là largement le cadre des opérations d'une Société de Placement ; enfin, il jouait à la Bourse et se rapprochait donc plutôt des Financing Cies anglaises (1) qui comme lui, encore, distribuent « up to the hilt » (jusqu'à la garde) les bénéfices qu'elles tirent de leurs diverses spéculations.

Ces réserves faites, l'on ne peut nier que le Crédit Mobilier ait utilement contribué, malgré les oppositions auxquelles il s'est heurté, à initier le marché de Paris à la technique moderne du financement industriel et du contrôle d'entreprises par le mécanisme de la substitution de titres qui est, somme toute, la base commune de toutes les Sociétés de Participation...

Ajoutons, à titre de curiosité, que le Crédit Mobilier a contribué, en 1863, à la fondation de l'International Financial C^o, de Londres, qui, nous l'avons vu par ailleurs, a été considéré comme

(1) C'est également des Financing Cys qu'il faut rapprocher la « Caisse des Actions Réunies » fondée en 1850, par Mires, avec comme objet « d'acheter des actions dans le moment favorable, les revendre avec bénéfice... ».

l'un des deux premiers Investment Trusts britanniques.

Quel que soit l'intérêt que présente l'épisode du Crédit Mobilier dans l'histoire des Sociétés de Participation en France, il faut donc admettre qu'il n'avait que de très lointains rapports avec un Investment Trust. Mais notre marché financier a vu naître et se développer, au commencement du xx^e siècle, une entreprise dont l'affinité avec les Trusts de placement britanniques est incontestable : c'est la Société Financière Franco Américaine, dont l'étude exige quelques développements.

Société Financière Franco-Américaine.

Constituée en 1906 sous les auspices, d'une part du groupe de la Banque de l'Union Parisienne — avec qui elle comptait plusieurs administrateurs communs — et d'autre part de MM. Speyer et Cie, à New-York, la Société Financière Franco-Américaine avait, aux termes de ses statuts, un objet assez large puisqu'il comprenait : toutes opérations sur les valeurs mobilières et principalement sur les valeurs américaines et en outre d'une manière générale, toutes opérations faisant partie de l'activité normale d'un établissement de banque, etc.

A la vérité, le but du nouvel organisme était, dans l'esprit de ses promoteurs, plus nettement délimité et tendait principalement à mettre à profit l'écart assez sensible qui existait à l'époque entre les taux d'intérêt pratiqués à Paris et ceux qui étaient courants à New-York, par l'émission, sur le marché français, d'obligations 4 ou $4\frac{1}{2}\%$ et l'investissement des fonds recueillis en valeurs américaines d'un rendement plus avantageux.

Comme les Investment Trusts anglais, la Société

Financière Franco-Américaine obtenait les fonds nécessaires à ses opérations par plusieurs voies différentes :

1^o Par l'emploi de son propre capital ; celui-ci, fixé dès l'origine à 50.000.000 fr., ne subit aucune modification pendant l'existence de la Société et seul le premier quart soit 1.250 fr. fut appelé, sur les actions de 5.000 fr.

2^o Par l'émission d'obligations prévue à l'article 18 des statuts, dont le troisième alinéa stipulait que le total des emprunts ne devrait pas dépasser deux fois le montant du capital nominal de la Société. En fait, le conseil d'administration n'usa que très modérément de l'autorisation statutaire ; dans sa séance du 21 février 1906, il décidait la création d'une première série — qui devait être la seule — de 50.000 obligations 4 % de 500 fr., représentant un nominal de 25.000.000 fr. ; sur ces 50.000 obligations, toutes ne furent même pas émises puisque le maximum — atteint en 1912 — de la dette obligataire ne s'éleva qu'à 21.250.000 francs, soit moins de la moitié du capital social.

3^o Par des emprunts à plus ou moins long terme contractés, soit à New-York auprès de MM. Speyer et Cie, soit à Paris, auprès de la Banque de l'Union Parisienne et de son groupe.

A ces ressources de natures différentes correspondaient des placements également variés :

1^o Et d'abord, la plus grande partie des disponibilités de la Société était investie en actions ou obligations de collectivités ou de sociétés américaines ; à l'actif du bilan, en effet, le poste Portefeuille apparaît toujours comme de beaucoup le plus important — à l'exception, naturellement, du poste Actionnaires.

Ce portefeuille était d'ailleurs composé de façon très éclectique ainsi qu'en témoigne le tableau

ci-contre qui marque un réel souci de la division des risques : « Le comité de New-York », dit à ce sujet le rapport présenté à la première assemblée générale du 16 mai 1906, « auquel il appartient d'assurer, d'accord avec le conseil de Paris, l'emploi des capitaux nouveaux, apporte à cette tâche le plus grand soin. Il s'attache à ne mettre en portefeuille que des titres d'une valeur intrinsèque incontestable et à ne jamais se départir du principe de la division des risques, principe que votre conseil s'est imposé dès le début de son entrée en fonctions. »

L'on voit que la Société Financière Franco-Américaine a toujours investi la partie la plus importante de ses fonds en obligations. Cependant si l'on compare les compositions respectives du Portefeuille au 31 décembre 1906 et au 31 décembre 1915, on voit que le pourcentage global des actions est passé, d'une date à l'autre, de 16,38 à 29,10 ; en réalité, l'augmentation a porté uniquement sur les actions industrielles — de 7,55 à 25,10 — alors qu'au contraire les actions de chemins de fer et tramways ont décru de plus de moitié — de 8,83 à 4 — ; en ce qui concerne les obligations d'autre part, les chiffres respectifs sont de 78,22 en 1906 et de 66,45 en 1915, marquant donc une diminution assez sensible qui peut s'expliquer dans une certaine mesure par la difficulté de plus en plus grande pour les dirigeants de la Société à trouver sur le marché américain des titres à revenu fixe offrant des taux de rendement intéressants ; le pourcentage des fonds d'Etat et d'autres collectivités, enfin, s'élève en 1915 à 4,45 sans changement appréciable par rapport à 1906 où il était de 5,40.

2^o En dehors des placements à plus ou moins long terme réalisés, en général, par des achats en bourse, la Société Financière Franco-Américaine

participait à de nombreux syndicats sur les marchés de New-York et de Paris.

Nous ferons remarquer en passant, dit le rapport présenté à l'assemblée du 16 mai 1906, quelle source sérieuse de bénéfices les participations syndicales pourront devenir pour notre Société, soit qu'elle suive le sort commun de ses co-participants, soit que, ainsi que l'occasion s'en présente souvent, elle exclue des ventes et mette en portefeuille aux conditions les plus avantageuses la part qui lui revient dans les titres formant l'objet de ces syndicats.

3^o Enfin, elle se livrait à des opérations financières diverses sur le marché de New-York : prêts à brève échéance et au jour le jour, acquisition de titres américains à rendement élevé et à court terme comme les « Notes » émises par les Compagnies de chemins de fer et sur lesquelles elle empruntait, à Paris, à des taux laissant une marge sérieuse de gain.

Les bénéfices de la Société pouvaient donc provenir de sources très diverses. Ces bénéfices, comment les faisait-elle entrer en compte ? Opérait-elle ou non selon la tradition des Investment Trusts britanniques qui, comme on l'a vu plus haut, séparent nettement 1^o les bénéfices résultant de dividendes, intérêts, commissions encaissés, et considérés comme les profits normaux et permanents, et 2^o les bénéfices provenant d'arbitrages du portefeuille, qui ne doivent servir qu'à renforcer les réserves ?

L'examen des divers comptes de profits et pertes montre que la Société n'a jamais suivi la coutume anglaise ; on voit en effet souvent figurer selon les cas, soit au débit, soit au crédit de ces comptes, des postes : Pertes sur valeurs réalisées ou Bénéfices sur valeurs réalisées, qui entrent donc en ligne pour l'établissement du bénéfice net. Mais d'autres différences entre les méthodes comptables adop-

tées peuvent encore être relevées : ... à partir de l'exercice 1907 apparaît, au bilan de la Société Financière Franco-Américaine, un compte « Différence sur l'évaluation du portefeuille et des participations financières » qui reçoit au crédit les plus-values enregistrées par le portefeuille et les participations financières de la Société non réalisées et au débit les moins-values ; — son solde qui figure tantôt au passif, tantôt à l'actif, reflète d'une manière sincère l'écart entre l'estimation du portefeuille à une date donnée et son prix de revient permettant ainsi, au surplus, de déterminer exactement la valeur liquidative de l'action.

Il y a donc là un usage tout opposé à celui des Investment Trusts anglais qui ne font apparaître habituellement au bilan qu'un poste « Investments at or under cost » qui ne permet pas de discerner quelle est exactement à telle date la position — éphémère sans doute mais cependant actuelle — du portefeuille.

Comment d'autre part la Société procédait-elle à la constitution de réserves ? Jusqu'en 1911 on ne voit figurer au bilan que la réserve légale ou occasionnellement une réserve spéciale destinée à faire face à la prime de remboursement des obligations, mais aucune réserve générale comparable à celles que constituent les Investment Trusts britanniques par prélèvements massifs sur les bénéfices.

Au 31 décembre 1911, apparaît pour la première fois un poste « Provisions pour différences sur évaluations » constitué en vue de parer aux dépréciations du portefeuille ; cette provision reçoit d'importantes allocations du compte de profits et pertes et au 31 décembre 1912, elle balance exactement les moins-values du portefeuille ; au

Années	Bénéfices bruts				A déduire :			
	Bénéf. s/val. réalisées et partic. financ.	Intérêts changes et commissions	Plus-values du portefeuille	Total	Frais généraux divers	Moins-values du portefeuille et des particip. fin.	Charges financières	Total
1905	98	264	29	391	49	158	—	207
1906	589	1.282	—	1.871	128	476	558	1.162
1907	60	1.715	(3)	1.775	73	153 (2)	934	1.160
1908	404	1.379	—	1.783	139	—	782	921
1909	1.088	1.597	—	2.685	128	—	696	824
1910	540	1.637	—	2.177	198	—	848	1.046
1911	651	1.794	—	2.445	134	—	879	1.013
1912	134	1.858	—	1.992	135	—	840	975
1913	43	1.803	—	1.846	132	334	841	1.307
1914	7	1.490	—	1.497	155	74	757	986
1915	1.191	2.152 (11)	—	3.343	12	—	278	430
1916 (13)	36	386	—	422	0	—	64	104

(1) Somme consacrée à l'amortissement intégral des frais de constitution.

(2) Désormais ce poste devient : « Pertes sur valeurs réalisées » (voir page 3).

(3) A partir de l'exercice 1907 il ne figure plus au compte de profits et pertes de poste Moins-values du portefeuille ou Plus-values du portefeuille ; ces valeurs d'ailleurs fictives feront désormais l'objet d'un poste spécial du bilan intitulé « Différences sur évaluation du portefeuille et des participations financières » qui, selon les cas, sera inscrit à l'actif ou au passif.

(4) Dont 527.285 francs portés à un compte de réserve spéciale du bilan intitulé « provision pour différence sur évaluations ».

(5) Affectés à l'amortissement anticipé de la prime de remboursement.

unco-Américaine

ENUS (en 1000 FRANCS)

Solde disponible	Répartition					
	Dividende		Tantièmes	Réserves	Amortissements	Report à nouveau
	Total	par action en %				
184	—	—	—	2	153 (1)	29
709	—	—	—	35	—	674
615	—	—	—	31	—	584
862	625	5	—	444	—	—207
1.861	750	6	129	378	—	604
1.131	750	6	—	584 (4)	391 (5)	—594
1.432	750	6	28	619 (6)	—	35
1.017 (7)	750	6	41	51	111 (8)	108
539	—	—	—	539 (9)	—	—
511	—	—	—	511 (10)	—	—
2.913	625	5	—	2.756 (12)	—	—468
318	—	—	—	16	—	302

igations.

6) Dont 547.401 francs à la provision pour différence sur évaluations.

7) A cette somme il convient d'ajouter 43.653 francs provenant d'une reprise la provision constituée pour différence sur évaluations.

8) Amortissement de la prime de remboursement des obligations.

9) Somme virée au compte « Provision pour différence sur évaluations ».

10) Somme virée au compte « Provision pour différence sur évaluations ».

11) Dont 856.694 francs de bénéfices de change.

12) Dont 2.748.431 francs, virés au compte « Provision pour différence sur évaluations ».

13) Exercice de 6 mois clos le 30 juin 1916.

31 décembre 1913, par contre, elle ne s'élève encore qu'à 1.571.000 fr. environ, alors que le poste « Différence sur Évaluations » accuse un solde débiteur de plus de 4.612.000 fr. ; au dernier bilan, arrêté le 30 juin 1916, publié par la Société, enfin, après compensation effectuée avec le compte « Différence sur Évaluations » qui disparaît du bilan, elle s'élève encore à 300.265 francs.

Quels ont été les résultats financiers obtenus par la Société Financière Franco-Américaine ?

Le tableau ci-dessus les résume ; il permet de se rendre compte que si tous les exercices ont été bénéficiaires, la Société n'a distribué de dividendes que pour six d'entre eux sur douze ; le dividende maximum n'a d'ailleurs pas dépassé 6 %.

Cette modestie relative des résultats tient à plusieurs causes dont les plus importantes ont été, d'un côté, l'instabilité du marché américain au cours des années qui ont précédé 1914 et, de l'autre, l'élévation progressive du loyer de l'argent sur la place de Paris ; l'influence de ces deux facteurs a été telle que dès avant la guerre le principe de la liquidation avait été adopté et certaines mesures prises en vue de la faciliter ; mais ce ne fut que l'assemblée générale extraordinaire du 28 juin 1916 qui vota la dissolution anticipée de la Société : le rapport du conseil à cette assemblée fournissait les indications suivantes sur les motifs qui l'avaient amené à prendre cette décision :

Vous savez, par les communications antérieures qui vous ont été faites, que, déjà, avant la guerre, l'idée de la liquidation avait été envisagée par votre conseil et les comptes qui vous ont été soumis depuis deux ans témoignent de la préoccupation que nous avons eue de prendre les mesures propres à en préparer la réalisation.

Les circonstances, en effet, n'ont pas permis à votre Société de se développer comme on pouvait l'espérer. Fondée à un

moment où les valeurs américaines qui devaient former la majeure partie de son portefeuille cotaient des cours élevés, elle pensait pouvoir, en étendant l'émission de ses obligations, profiter des périodes de crise éventuelle, aux Etats-Unis, pour améliorer le rendement de son portefeuille par l'achat de titres indûment dépréciés. Mais il est arrivé que lorsque ces crises se sont produites, le marché des titres à revenu fixe, en France, s'était complètement modifié et ne laissait plus de marge suffisante entre le taux de nos obligations et celui des valeurs américaines qu'il eût convenu d'acheter. De ce fait, votre Société se trouva dans la nécessité de renoncer à l'une des parties les plus importantes de son programme, et vit ses opérations limitées pour un temps indéfini.

Depuis le début de la guerre, les considérations qui nous avaient fait envisager la liquidation se sont imposées à nous avec plus de force encore. Le loyer de l'argent ayant continué à monter sur notre marché, par suite des événements, et y étant devenu maintenant plus élevé qu'aux Etats-Unis, le principe même sur lequel était basée votre Société se trouve renversé. Elle ne pourrait subsister que comme une simple association de porteurs de titres et, dès lors, vous estimerez, sans doute, comme nous, qu'il convient de la liquider. *

La liquidation de la Société s'est poursuivie pendant dix années, de 1917 à 1927, et ce n'est que l'assemblée du 28 décembre 1927 qui a approuvé les comptes définitifs de liquidation. Les actionnaires ont touché, sur leurs actions de 5.000 fr. lib. de 1.250, huit répartitions d'un montant global de 2.120 fr.

Si nous nous sommes étendu un peu longuement sur la Société Financière Franco-Américaine, c'est qu'à notre sens, c'est peut-être, parmi les institutions continentales que nous avons été amené à étudier, celle qui se rapproche le plus du véritable Investment Trust britannique, dont en tous les cas aucun principe fondamental ne la sépare.

Que ce soit dans la manière d'obtenir les fonds, dans celle de les employer, dans l'observation de la division des risques, — sauf toutefois au point de vue géographique, l'activité de la Société

Financière ayant été limitée au territoire américain — dans la prudence de la gestion, on observe un certain parallélisme entre les deux types de Sociétés ; seules, leurs méthodes comptables différaient.

Il est fort regrettable que le cours des événements n'ait point permis à la Société Financière Franco-Américaine de se développer comme le promettaient et ses débuts et la puissance de son patronage, et qu'elle ait disparu à la veille d'une période où le pays dans lequel était employée la plus grande partie de ses ressources allait connaître une prospérité sans précédent ! Le marché financier français y a perdu une expérience qui, si elle avait été faite, aurait contribué à le guider plus rapidement vers un chemin où d'intéressantes perspectives lui paraissent ouvertes.

Section II. — L'après-guerre.

Si l'absence de Sociétés de Placement en France provenait principalement, avant 1914, de la structure de notre marché financier, bien d'autres circonstances allaient, au lendemain de la guerre, en retarder encore, à plusieurs reprises, l'éclosion.

Ce fut, d'abord, l'appauvrissement de la nation française à la suite d'un conflit qui n'avait pas seulement provoqué la destruction anti-économique de richesses patiemment accumulées depuis un demi-siècle, mais aussi dévasté l'une des parties les plus prospères de son territoire. Il s'agissait donc, avant tout, de relever les ruines amoncelées et, en vue de cette tâche patriotique, toutes les ressources disponibles devaient être drainées. Cette nécessité suffit à expliquer pourquoi, au cours des années qui suivirent l'armistice, le marché financier fut accaparé par les émissions de l'Etat, des départements, villes et industries sinistrées...

A ces premières préoccupations allaient bientôt s'en joindre d'autres, nées de l'instabilité de notre situation monétaire; l'incertitude où, pendant longtemps, l'on resta sur le sort final réservé à notre monnaie causa, d'une part, un exode précipité des capitaux vers l'Etranger et paralysa, d'autre part, toute initiative financière...

Pour ces raisons, auxquelles il faut ajouter les effets néfastes d'une fiscalité excessive, l'intervention, sur le marché, de Sociétés de Placement, ne se serait aucunement justifiée, au cours de ces diverses phases de notre histoire financière d'après-guerre; en fait, elle ne se produisit point.

Depuis la stabilisation du franc, au contraire, le retour à un régime normal a donné un renouveau à ce goût de l'économie qui avait disparu pendant les années de crise.

A ces épargnes nouvelles qui progressivement se reconstituent, les anciennes formules ne conviennent visiblement plus; instruit par l'expérience désastreuse des fonds russes et des nombreux emprunts étrangers qui ont donné lieu à des procès de change, à peine remis, par ailleurs, de l'opération nécessaire, mais douloureuse, de la réduction du pouvoir d'achat du signe monétaire, l'épargnant français a besoin des directives nouvelles: c'est, semble-t-il, aux Sociétés de Placement conçues d'après le type des Investment Trusts britanniques, qu'il appartient de les lui fournir et c'est ce que divers groupes importants ont déjà compris; mais pour que leurs initiatives puissent porter leurs fruits, il ne faut pas qu'une fiscalité trop lourde vienne annihiler leurs efforts. Quel est donc le régime fiscal des Sociétés de Participation en France? c'est ce qu'il nous faut examiner rapidement.

Section III. — Régime fiscal des Sociétés de Participation.

A l'encontre de certaines législations étrangères, notre législation fiscale ne comporte pas, à l'heure actuelle, de régime spécial pour les Sociétés de Participation, c'est-à-dire pour ces Sociétés qui tirent tous leurs bénéfices du revenu de participations dans d'autres entreprises. Elles sont donc, en l'absence de texte particulier, soumises au droit commun ; mais l'application de celui-ci aboutit, en ce qui les concerne, à une superposition d'impôts que l'élévation des tarifs depuis la guerre rend particulièrement onéreuse. En effet, « les revenus distribués par une Société par actions à ses actionnaires, obligataires ou porteurs de parts de fondateur sont assujettis, en vertu de la loi du 29 juin 1872, à l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières dont le taux normal est de 18 %. Si une seconde Société détient dans son portefeuille des titres d'une autre Société, elle ne touche, pour ces titres, qu'un revenu qui a déjà supporté l'impôt. Cependant, lorsque la seconde Société distribue, à son tour, ses revenus à ses propres actionnaires, le même impôt est de nouveau exigible, étant donné que la deuxième Société constitue une personnalité juridique indépendante de la première. Ainsi, en raison de la dualité de personnalité juridique, un même revenu est frappé à deux reprises. Cette double imposition réduit les revenus que les Sociétés de Participation peuvent distribuer à leurs actionnaires... » (1).

Cette situation s'aggrave encore quand il s'agit de revenus encaissés par suite de participations

(1) Louis Janin, *Les Sociétés de Participation au point de vue économique*.

dans une Société étrangère ; dans ce cas, en effet, le taux normal n'est plus de 18, mais de 25 %, et il faut tenir compte, en outre, de la taxation locale que la dite Société étrangère peut avoir à supporter dans son pays d'origine.

L'absence d'un régime spécial pour les Sociétés de Participation provoque donc, selon les cas, une double ou une triple imposition. Sollicité à plusieurs reprises d'intervenir, le législateur ne l'a fait jusqu'ici que dans des conditions telles qu'elles n'ont que faiblement pallié aux inconvénients du système.

La première disposition votée fut l'article 27 de la loi du 31 juillet 1920 ; il est ainsi conçu :

Lorsqu'une Société française par actions a reçu, en représentation de versements ou d'apports en nature ou en numéraire par elle faits à une autre Société par actions, des actions, obligations ou des parts bénéficiaires nominatives de cette dernière Société, les dividendes distribués par la première Société sont, pour chaque exercice, exonérés de la taxe du revenu des capitaux mobiliers établie par les lois du 29 juin 1872 (art. 1) et 29 mars 1914 (art. 31) dans la mesure des produits de ces parts, obligations, ou actions touchés par elle au cours de l'exercice, à la condition que ces parts, obligations ou actions seront restées inscrites au nom de la Société.

Le silence de la loi sur la nationalité de la deuxième société permettait à l'administration de soutenir qu'elle devait être française, comme la première, interprétation qui limitait singulièrement la portée du texte déjà fort restrictif.

L'article 25 de la loi du 30 mars 1929 vint préciser la pensée du législateur de la manière suivante :

L'article 27 de la loi du 31 juillet 1920 est modifié de la manière suivante :

Lorsqu'une Société française par actions a reçu, en représentation de versements ou d'apports en nature ou en nu-

méraire par elle faits soit à une autre Société française par actions, soit à une Société par actions constituée dans les termes de la loi française et ayant son siège dans un pays de protectorat...

Plus récemment enfin, la loi du 1^{er} août 1929 (portant dégrèvements d'impôts), dans son article 4, a étendu aux filiales étrangères de Sociétés françaises le bénéfice de la loi :

L'exonération de l'impôt sur le revenu édictée par l'article 27 de la loi du 31 juillet 1920 est applicable, sous les conditions fixées par cet article, aux Sociétés françaises par actions qui ont reçu, en représentation de versements ou d'apports en nature ou en numéraire par elles faits à une Société étrangère par actions, des actions, obligations ou des parts bénéficiaires nominatives de cette dernière Société.

Cette exonération est subordonnée à la justification préalable :

1^o Que ces titres ont été attribués aux Sociétés françaises en représentation de versements ou d'apports en nature ou en numéraire et sont toujours restés inscrits au nom des dites Sociétés ;

2^o Que les dividendes, intérêts et autres produits de ces titres ont acquitté l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières.

Les trois articles précités sont loin d'établir une exemption générale d'impôts, car l'administration prétend en restreindre l'application aux cas où il s'agit de Sociétés mères et de Sociétés filiales, faisant intervenir une notion de « contrôle » que les textes n'impliquent aucunement. L'interprétation administrative a d'ailleurs été, à plusieurs reprises, rejetée par les tribunaux. Mais, d'autre part, il faut que les titres en question soient nominatifs, qu'ils aient été attribués, dès leur création, à la Société participante, et que celle-ci les ait gardés sans interruption en portefeuille, ce qui exclut de l'exonération toutes les acquisitions de valeurs faites en Bourse ou sous la forme au porteur...

Ce n'est donc, en réalité, que dans des circons-

tances tout à fait exceptionnelles que les Sociétés de Placement françaises conçues sur le type des Investment Trusts anglais peuvent être appelées à bénéficier des dispositions des lois de 1920 et de 1929. La nécessité d'un régime spécial qui leur soit applicable se fait impérieusement sentir et les milieux parlementaires s'en sont si bien rendu compte que la proposition de loi « tendant à protéger l'épargne et à organiser le crédit », déposée par le parti socialiste sur le bureau de la Chambre des députés, au début de 1929, faisait ressortir, dans son exposé des motifs, l'intérêt qu'il y aurait à favoriser les coopératives de placement et de gestion si développées dans les pays anglo-saxons sous le nom d'Investment Trusts ; ces organismes — y était-il dit — sont à la fois des régulateurs du marché et des éducateurs du public : groupés, ils peuvent gérer une quantité de petits capitaux avec les mêmes méthodes de répartition des risques que peuvent seuls employer les grands capitalistes, en dehors de cette organisation coopérative de l'épargne. Ces Sociétés sont coopératives en ce sens qu'elles ne sont que des intermédiaires entre les particuliers désireux — ou plutôt obligés — de donner une affectation à leur épargne et les industriels, entrepreneurs et banquiers. Elles constituent également un véritable réservoir pour les Emprunts d'Etat. En France, elles sont gênées par le régime fiscal ; elles doivent actuellement acquitter le droit de timbre proportionnel et la taxe sur le revenu des valeurs mobilières sur les actions et obligations qui constituent leur capital, en même temps qu'elles ont à acquitter l'impôt sur les valeurs qui composent leur portefeuille.

Ce double impôt payé sur ces Sociétés a, jusqu'à présent, entravé leur développement, c'est pourquoi nous proposons d'exonérer de l'impôt les actions et obligations qui constituent leur capital en assujettissant, en contre-partie, ces coopératives de placement au contrôle rigoureux et permanent des contrôleurs assermentés prévus par la présente loi.

Les articles 44 et 45 de la proposition de loi disposaient en conséquence :

Art. 44. — Les Sociétés constituées, sous quelque désigna-

tion que ce soit (omnium, holding, trustee, etc...) dans le but d'acheter et d'administrer d'autres valeurs au moyen des fonds obtenus de leurs actionnaires ou de leurs obligataires, ne pourront émettre d'obligations pour un montant supérieur à leur capital social.

Art. 45. — Les coopératives de placement, dont l'objet exclusif est d'investir leur capital en valeurs mobilières, bénéficieront sur les actions et obligations constituant ce capital de l'exonération du droit de timbre proportionnel et de la taxe sur le revenu des valeurs mobilières.

Ces coopératives de placement seront tenues de publier en annexe du bilan annuel le détail de leur portefeuille.

Elles seront soumises à tout moment aux vérifications des contrôleurs assermentés institués par la présente loi.

Leur portefeuille ne devra pas être utilisé à la couverture d'engagements commerciaux et devra statutairement comprendre une certaine répartition de placements sûrs. Il ne devra jamais comporter plus de 25 % du capital d'aucune autre Société.

En résumé, le projet définissait d'une manière suffisante la Société de Placement ; d'autre part, aucune objection ne pouvait être soulevée contre les dispositions limitant la dette obligataire au montant du capital social, prescrivant la publication annuelle du détail du portefeuille et interdisant les participations de plus de 25 % dans le capital d'une même affaire ; tout au plus pouvait-on critiquer, comme trop imprécise, l'expression « Placements sûrs » qui figurait au dernier paragraphe de l'article 45, et devait-on faire des réserves sur l'intervention des contrôleurs assermentés... Techniquement, les deux articles étaient parfaitement acceptables. Mais la tendance politique de l'ensemble de la proposition de loi socialiste ne lui laissait que peu de chances de succès, et elle fut renvoyée à la commission des finances.

Le Gouvernement, de son côté, s'est également préoccupé du détachement des Sociétés de Placement ; un projet de loi est actuellement à l'étude et

sera soumis à la Chambre des députés, dès la prochaine session. Ce projet aura à déterminer rigoureusement les conditions auxquelles devront se conformer, pour bénéficier de l'exonération, les Sociétés de Placement, car c'est leur seul cas particulier — sans doute le plus intéressant — et non l'ensemble du problème de la superposition d'impôts dans notre système fiscal que le législateur entend, pour l'instant, envisager.

Section IV. — Les récentes Sociétés de Placement constituées en France.

Plusieurs groupes financiers importants ont, ces dernières années, constitué en France des Sociétés de Placement sur le type des Investment Trusts anglais (1). Nous les passerons rapidement en revue.

Union Trust.

L'Union Trust, fondé en 1925, sous les auspices de l'Union Syndicale Financière, a été chronologiquement le premier Trust de Placement français d'après-guerre.

L'article 3 de ses statuts fixe son objet comme suit :

Art. 3. — La Société, dont le but consiste à investir son capital social dans des valeurs cotées de façon à atteindre la sécurité de l'ensemble par la division du risque, a pour objet toutes opérations d'achat et de vente de fonds d'Etat, de valeurs mobilières et titres de toutes espèces français et étrangers, et d'une manière générale, toutes opérations

(1) D'autres groupes ont participé à la création, en Angleterre, aux Etats-Unis ou au Canada, d'Investment Trusts internationaux ; les Banques Vernes et Lazard, la Maison Worms, notamment, ont pris part à la fondation à Québec de la French and Foreign Investing Corporation (automne 1928).

de Bourse et Finance se rattachant directement ou indirectement à cet objet.

Toutefois, ces opérations comportent les restrictions suivantes :

1^o Le capital de la Société sera investi seulement en valeurs cotées ;

2^o Le capital social ne pourra être investi dans une même entreprise que jusqu'à concurrence d'un maximum de 4 % du montant du capital nominal de l'Union Trust ;

3^o La Société ne devra jamais consacrer plus de 30 % de son capital nominal aux valeurs étrangères de toutes espèces, ni plus de 30 % aux fonds d'Etat, français et étrangers, ni plus de 25 % à des obligations ou titres à revenus fixes, français ou étrangers ;

4^o Par catégorie d'entreprises, la Société ne devra jamais consacrer plus de :

10 %	du capital en valeurs d'alimentation et hôtels ;
10 %	— — d'assurances ;
10 %	— — de banques ;
10 %	— — de canaux ;
10 %	— — de caoutchoucs ;
5 %	— — de carrières, ciments et matériaux de construction ;
10 %	— — de chemins de fer et tramways ;
5 %	— — de comptoirs et sociétés commerciales ;
10 %	— — diverses ;
10 %	— — de docks et eaux ;
10 %	— — d'électricité ;
10 %	— — d'électrochimie ;
5 %	— — de filatures ;
5 %	— — de forges et fonderies ;
5 %	— — de gaz ;
10 %	— — de houillères ;
10 %	— — d'industries agricoles ;
10 %	— — de mines métalliques ;
10 %	— — de pétroles ;
5 %	— — de phosphates et salines ;
10 %	— — de ports et transports ;
10 %	— — de produits chimiques ;
10 %	— — de sociétés foncières et immobilières ;
10 %	— — de textiles naturels et artificiels ;

10 % du capital en valeurs de transformation de métaux, constructions mécaniques et électriques ;

10 % du capital en valeurs de Trusts et sociétés financières.

5° La société s'interdit toutes opérations de banques, avances en comptes-courants, escomptes et crédit ;

6° La Société ne participera pas à la direction effective des entreprises et affaires, elle pourra faire partie de conseils d'administration ou de comités de surveillance ou s'y faire représenter. Elle s'interdit toute majorité d'entreprises.

L'Union Trust a donc cru devoir fixer statutairement les pourcentages maxima de son capital par catégories d'industries, suivant ainsi la pratique américaine plutôt que la tradition britannique ; le capital, d'autre part, ne peut être investi qu'en valeurs cotées. C'est là une disposition qui contribue à renforcer la sécurité, mais qui est de nature à restreindre considérablement l'initiative des dirigeants. Les statuts ne parlent d'ailleurs que du capital ; il faut en déduire que les réserves peuvent être placées librement ; l'article 25 qui fixe les attributions du conseil d'administration dit, en effet, que celui-ci « règle l'emploi des fonds de réserve ».

Le capital de l'Union Trust, fixé primitivement à 3.000.000 fr., est actuellement de 50.000.000 fr. en 50.000 actions de 1.000 fr., dont 15.000 actions ordinaires et 35.000 actions privilégiées ; ces dernières ont droit, par préférence, à un intérêt cumulatif de 6 %, alors que les actions ordinaires n'ont droit que subsidiairement à un dividende, également de 6 %, mais non cumulatif ; les superbénéfices, après attribution de 10 % au conseil, sont partagés à raison de 75 % aux actions (sans distinction de catégorie) et de 25 % aux 36.000 parts bénéficiaires.

Le conseil d'administration est autorisé à émettre des obligations jusqu'à concurrence du montant

du capital social : il n'a pas encore fait usage de cette autorisation.

La Société publie régulièrement l'inventaire complet de son portefeuille.

Les valeurs dont celui-ci se compose sont inscrites au bilan, soit au prix d'achat, si celui-ci est moins élevé que le cours en Bourse à la clôture de l'exercice, soit, dans l'hypothèse contraire, à ce dernier cours. On retrouve là une pratique courante chez les Financing C^{ies} anglaises. En ce qui concerne les profits sur réalisations de titres, s'ils résultent de la vente partielle d'un même lot, ils sont appliqués à réduire au bilan le prix de revient du solde du lot ; s'ils proviennent d'une vente globale, ils sont virés au compte de profits et pertes.

La situation provisoire au 31 mars 1929 (l'exercice est clos le 30 juin de chaque année), publiée par la Société, fait ressortir les chiffres suivants :

Situation provisoire au 31 mars 1929 (en 1.000 francs)

<i>Actif.</i>		<i>Passif.</i>	
Actionnaires	11.250	Capital	50.000
Frais d'augmentation de capital	1.297	Réserve légale . . .	45
Mobilier	58	Réserve générale . .	3.200
Banques	461	Banques	1.198
Débiteurs divers . . .	60	Créditeurs divers . .	245
Portefeuille	45.213	Portefeuille à libérer	1.508
Acompte sur dividende .	594	Profits et pertes . .	2.737
	<u>58.933</u>		<u>58.933</u>

Compte de profits et pertes (en 1.000 francs)

<i>Débit.</i>		<i>Crédit.</i>	
Frais généraux	260	Report exer- cice 1928	847
Bénéfice	2.737	Coupons, agios, profits sur-réali- sation	2.150
	<u>2.997</u>		<u>2.997</u>

Au 31 mars 1929, le portefeuille comprenait 143 valeurs dont 91 françaises et 52 étrangères ; les pourcentages variaient entre 0,45 % du capital (industries agricoles) et 10 % (banques).

« L'Union Syndicale financière », fondatrice de l'Union Trust, a également créé trois autres filiales : le Trust Immobilier de France, le Colonial Trust et l'Union Nord-Africaine.

La Compagnie Française de Placement.

Constituée le 30 avril 1928, la Compagnie Française de Placement a pour objet aux termes de l'article 3 des statuts :

de gérer et employer ses propres fonds au mieux de ses intérêts et de gérer et employer les fonds que les tiers pourraient lui confier au mieux de leurs intérêts, sans qu'elle soit plus spécialement tenue de rechercher soit des produits fixes et périodiques, soit des plus-values en capital.

Elle a pour objet notamment d'employer ses fonds et les fonds des tiers en tous placements, sous toutes formes de meubles, immeubles, valeurs mobilières, métaux, minerais, brevets, exécution de travaux, entreprises financières, commerciales, industrielles, agricoles et autrement.

Elle peut exercer les activités suivantes :

a) Gérer tous patrimoines individuels et collectifs, sous toutes formes et notamment sous la forme des placements ci-dessus, à opérer soit séparément pour chaque intéressé, soit pour plusieurs collectivement, et sous toutes modalités quelconques de groupement ;

Gérer également tous biens dotaux, indivis ou frappés d'indisponibilité conventionnelle ou légale, comme il est dit à l'alinéa précédent, dans les limites autorisées par les dispositions conventionnelles ou légales ;

b) Réaliser ces gestions sous toutes formes y compris la création de toutes sociétés de gérance, associations en participation, syndicats d'émission ou de prise ferme, commandites et autres, par voie d'apport, souscription ou autrement ;

c) Accepter de toutes personnes ou collectivités soit françaises, soit étrangères, et conformément aux législations

applicables dans chaque cas, tous mandats d'administrateur, liquidateur, séquestre, fiducie, fidéicommis, exécuteur testamentaire, « trustee » ou autres ;

d) Agir comme mandataire de tous porteurs, individuels ou associés, de valeurs mobilières soit pour les représenter auprès des collectivités émettrices de ces valeurs, soit pour exercer en défense de leurs droits toutes interventions dans les assemblées, tous contrôles et toutes actions judiciaires ou autres ;

e) Organiser pour son usage ou l'usage des tiers tous services de renseignements sur tous marchés commerciaux et financiers en tous pays et sous toutes formes, y compris la création de publications périodiques ;

f) Acheter ou vendre, échanger, prendre ou donner en gage, à bail, à ferme et en dépôt, prêter ou emprunter, apporter en société, et généralement s'obliger et stipuler par tous contrats ou quasi-contrats nommés ou innomés pour tous biens, mobiliers et immobiliers, corporels ou incorporels sans exception ;

g) En général, procéder à toutes opérations de finance, de crédit, de dépôt, d'escompte, de bourse, de banque, de commission, de gestion, d'association civile et commerciale, et toutes opérations sans exception qui peuvent être la conséquence, l'accessoire ou la condition des précédentes, soit en France, soit en tous autres pays.

Sans qu'aucune des énumérations ci-dessus puisse être interprétée autrement que comme énonciative et dans aucun cas limitative.

La rédaction de cet article très voisine de celle qui définit l'objet des classiques Investment Trusts britanniques est assez large pour permettre à la Société de déployer son activité dans tous les compartiments du domaine financier, assez souple pour prévoir toutes les modalités d'exécution. Une particularité intéressante réside dans la possibilité de gérer non seulement ses propres fonds, mais encore « tous patrimoines individuels ou collectifs » et « tous biens dotaux » et de réaliser ces gestions sous toutes les formes prévues par les législations française et étrangères et notamment sous la forme de « Trust ».

Le capital social, fixé primitivement à 100 millions de fr., a été récemment porté à 150 millions de francs (1) ; il se compose de 150.000 actions de 1.000 fr. dont 15.000 actions A, nominatives, et 135.000 actions B, nominatives ou au porteur ; les actions A, dont la cession est soumise à l'agrément du conseil d'administration, ont dans les assemblées cinq voix par action, contre une voix par action B.

Il existe 30.000 parts bénéficiaires.

L'article 31 des statuts prévoit que la Société a le droit de contracter des emprunts par obligations ou autrement. Le conseil d'administration est muni de pleins pouvoirs à cet effet, mais seulement jusqu'à concurrence de la moitié du capital social ; au delà, la décision d'une assemblée générale serait nécessaire.

L'article 38 donne au conseil « les pouvoirs les plus étendus sans limitation et sans réserve pour agir au nom de la Société et faire toutes les opérations relatives à son objet » ; c'est lui notamment qui règle « l'emploi des fonds disponibles et des réserves de toute nature ».

L'article 66 stipule qu'« il est dressé chaque semestre un état sommaire de la situation active et passive de la Société et au 31 mai de chaque année, un inventaire général de l'actif et du passif. Les actionnaires en obtiennent communication de manière à faciliter leur droit de contrôle conformément à la loi, sans que, toutefois, ni la Société, ni les tiers puissent être exposés à des indiscretions qui leur soient préjudiciables ». Cet énoncé ne prévoit pas la publication annuelle de la composition du portefeuille titres ; toutefois il paraît

(1) Il peut être porté à 300.000.000 fr. par simple décision du conseil.

être dans les intentions du conseil de la rendre publique.

L'article 68 fixe de la manière suivante la répartition du bénéfice net :

Le bénéfice net (ainsi établi) est employé dans l'ordre suivant :

1^o 5 % ou un vingtième pour la constitution de la réserve légale, jusqu'à concurrence du dixième du capital social ; le prélèvement est alors suspendu pour être recommencé quand la réserve descend au-dessous de ce dixième.

2^o A moins de report à nouveau que le conseil peut toujours proposer et que l'assemblée peut décider :

a) Somme suffisante pour servir à chaque action B, sur le capital libéré et non amorti, une fraction de dividende calculée d'après la moyenne du taux d'escompte de la Banque de France, pendant les 365 jours de l'exercice, majorée d'un point.

b) Sur l'excédent, somme suffisante pour servir à chaque action A, sur le capital libéré et non amorti, une fraction de dividende calculée comme il est dit au paragraphe précédent.

3^o Sur le nouvel excédent, il peut toujours être créé, par prélèvement antérieur à toute distribution, des réserves extraordinaires et des fonds de prévoyance ou d'amortissement, dont une partie peut être affectée à la stabilisation du dividende.

4^o Après ces prélèvements, et sous réserve du report à nouveau qui peut toujours être décidé, il est attribué :

80 % à toutes les actions sans distinction,

10 % au conseil d'administration,

10 % aux parts, à raison de 1/30.000 par part, compte tenu, éventuellement, de l'article suivant quant au fonds de rachat des parts.

En cas de rachat partiel des parts, la portion de bénéfices afférente aux parts rachetées sera, suivant décision de l'assemblée générale, et dans les proportions qu'elle avisera, soit ajoutée aux 80 % revenant aux actions, soit versée au fonds spécial de rachat des parts.

La disposition qui fixe la première fraction de dividende aux actions, d'après le taux d'escompte de la Banque de France, est à signaler.

La Compagnie Française de Placement a clôturé

son premier exercice social le 31 mai 1929. On ne connaît pas encore, au moment où nous écrivons (1), les comptes de cet exercice et de ce fait l'orientation de l'activité de la Société ne peut être précisée. On sait seulement qu'elle a des intérêts à l'étranger dans d'importants Trusts de placement et notamment dans l'English and International Trust Limited, à Londres, la Compagnie Belge et Internationale de Placement (Interbel), à Bruxelles, et la Compagnie Continentale de Valeurs (Thesaurus), à Zurich.

Sofinest (Société Financière de l'Est).

Constituée en mars 1929 à Nancy sous les auspices du groupe Bailly, la Sofinest a, aux termes de ses statuts, l'objet suivant : « tous investissements, placements et emplois de ses capitaux et ressources en actions, droits sociaux, parts, obligations, bons, fonds d'Etat et autres valeurs mobilières françaises et étrangères, ainsi que l'acquisition, par tous moyens, de biens corporels et incorporels de toute nature ; de rechercher et réaliser toutes négociations, transactions, opérations de mobilisation et de crédit sur tous biens et valeurs ; de prêter et procurer, sous quelque forme que ce soit, même par simple garantie, tous concours et moyens financiers ou autres pour la création, le fonctionnement et l'extension de toutes entreprises quelconques, d'intervenir et d'agir en toutes circonstances et d'exercer tous droits et actions pour assurer la conservation, la bonne administration, la mise en valeur et la productivité de ses biens et valeurs et de ceux qu'elle pourrait avoir mission de gérer et, en général, de faire toutes opérations et tractations dont les biens et valeurs de toute nature sont susceptibles ».

Son capital, fixé primitivement à 25.000.000 fr., est depuis mai 1929 porté à 150.000.000 fr. ; il n'y a ni actions d'apport, ni parts de fondateur.

(1) Septembre 1929.

Après affectation de 5 % à la réserve légale et dotation éventuelle des réserves et fonds de prévoyance, les bénéfices sont répartis à raison de 97 % aux actionnaires et 3 % au conseil d'administration.

D'après une circulaire officielle publiée par la Société, son but est d'être une « coopérative de placement ». La force, est-il dit dans cette circulaire, résultant de l'union de ses actionnaires permettra une valorisation plus sûre, plus rapide, plus complète des titres de premier ordre et de grand avenir qu'elle compte mettre en portefeuille. Sa masse de manœuvre permettra de surmonter les obstacles qui, parfois, s'opposent à la valorisation la plus logique... Sofinest apparaît donc comme un organisme spécialisé dans l'étude technique des affaires et dans les placements de longue haleine. Elle se sépare ainsi de la façon la plus nette des syndicats dont l'objet est de faire des opérations boursières spéculatives et rapidement dénouées.

Vu :

Le Président de la thèse,
GERMAIN MARTIN.

Vu :

Le Doyen,
H. BERTHÉLEMY.

Vu et permis d'imprimer :

Le Recteur de l'Académie de Paris,
S. CHARLÉTY.

CONCLUSION GÉNÉRALE

Il nous a été donné de constater, au cours de cette étude, les importants services que les Investment Trusts ont rendus à l'épargne, et combien le principe coopératif sur lequel ils sont basés s'est révélé fécond, dans ce domaine comme dans tant d'autres.

Certaines critiques n'en ont pas moins été formulées contre eux.

On leur a reproché d'abord d'être des intermédiaires coûteux, des rouages inutiles dont les frais généraux venaient prélever un lourd tribut sur les épargnes qu'ils prétendaient faire fructifier. Mais nous avons vu que le plus grand souci des Investment Trusts était justement de réduire à l'extrême leurs dépenses d'exploitation et qu'ils avaient obtenu, sur ce terrain, surtout en Angleterre, de remarquables résultats.

On a fait valoir, ensuite, l'influence regrettable qu'ils étaient susceptibles d'avoir sur la Bourse par leurs opérations massives. Il semble qu'on oublie, dans cet argument, qu'ayant un intérêt primordial à acheter à bon compte et à vendre à des cours élevés, les Investment Trusts prennent toujours soin d'échelonner leurs transactions de manière à éviter des répercussions sur la tenue des valeurs. Bien plus, le fait qu'ils sont, selon l'expression anglaise, des « strong holders » (littéralement : détenteurs solides), empêche qu'en cas de panique ils ne jettent sur le marché, comme le font trop de capitalistes timorés, leurs paquets

de titres ; ils contribuent donc, dans une large mesure, à la stabilité de la Bourse dont ils sont un élément essentiellement pondérateur.

On a critiqué, enfin, les pouvoirs excessifs accordés aux administrateurs qui peuvent profiter du blanc-seing qu'on leur donne pour suivre, dans les négociations qu'ils mènent, leur intérêt personnel plutôt que celui de leur société — ou pour dissiper, en peu de temps, s'ils sont malhonnêtes, tout l'actif de celle-ci. A cela, on peut répondre que la rédaction des statuts peut parfaitement délimiter les modalités de la gestion de manière à éviter à la fois les inconvénients d'une trop grande rigidité ou d'une trop grande licence. En ce qui concerne les fraudes, leur éventualité ne peut pas être entièrement écartée ; toutefois il y a lieu d'observer que le domaine des Investment Trusts est loin d'être le seul où elles soient à redouter.

Trop d'importance ne doit donc pas être attachée à ces critiques ; sans doute signalent-elles des dangers possibles, et, à cet égard, méritent-elles considération ; mais ces dangers semblent tenir plus à la part d'aléa que comporte toute institution humaine qu'à la nature même des entreprises considérées.

On est, par suite, en droit de ne juger les Investment Trusts que sur les résultats remarquables qu'ils ont obtenus, en Angleterre, d'abord, aux Etats-Unis, ensuite, et de conclure en formulant le souhait qu'en France un régime fiscal acceptable vienne, à bref délai, faciliter leur développement qui apparaît susceptible d'apporter, à la mise en valeur de notre capital national, un concours très efficace.

BIBLIOGRAPHIE

I. — LANGUE ANGLAISE

a) Ouvrages :

- Robert DUNN, *American Foreign Investments* (New-York, Ronald Press, 1926).
George W. EDWARDS, *Investing in Foreign Securities* (New-York, Ronald Press, 1926).
J. F. FOWLER Jr., *American Investment Trusts* (New-York, 1928).
Theodore J. GRAYSON, *Investment Trusts* (New-York, John Wiley and Sons, 1928).
NASH, *Investment Banking in England* (New-York, 1924).
Albert OTTINGER, *Survey of Investment Trusts* (1927-1928).
Ellis T. POWELL, *The Evolution of the money market* (Londres, The Financial News, 1915).
Leland Rex ROBINSON, *Investment Trust Organization and Management* (New-York, Ronald Press, 1926).
Edgar Lawrence SMITH, *Common Stocks as long term Investments* (New-York, Mac Millan, 1929).
M. L. SPEAKER, *The Investment Trust* (Chicago et New-York, 1924).
William Howard STEINER, *Investment Trusts American Experience* (New-York, Adelphi Co, 1929).
H. S. STURGIS, *Investment, a new Profession* (New-York, 1924).
Marshall H. WILLIAMS, *Investment Trusts in America* (New-York, Mac Millan Co, 1928).

b) Annuaire :

- Investment Trust Companies* (Londres, Anketell, Fletcher and Co, 1928).
Poors (New-York, 1928).
Stock Exchange Official Intelligence (Londres, 1929).
Stock Exchange Year Book (Londres, 1929).

— c) *Revues et Journaux* :

Bankers Magazine, Economist, Financial Times, Statist, Stock Exchange Gazette (Londres).

Annalist, Bankers Magazine, Commerce Monthly, Commercial and Financial Chronicle, Journal of Commerce (New-York).

Coast Banker (San Francisco).

d) *Statuts, rapports et bilans de nombreux Investment Trusts anglais et américains.*

II. — LANGUE FRANÇAISE

a) *Ouvrages* :

Fabrice ALLIZÉ, *L'Organisation des Banques en Suisse* (Paris, Payot, 1923).

Fernand BRAUN, *Le Régime des Sociétés par Actions aux Etats-Unis* (Paris, Rousseau, 1924).

Marcel CAVELIER, *La Gestion des Fortunes Mobilières* (Paris, Delagrave, 1926).

Paul CHEMINAIS, *Des Sociétés de Gestion de Valeurs Mobilières Étrangères* (Paris, Jouve, 1927).

Pierre DUPONT-FERRIER, *Le Marché Financier de Paris sous le Second Empire* (Paris, Les Presses Universitaires de France, 1925).

Germain MARTIN, *Les Finances Publiques de la France et la Fortune Privée* (Paris, Payot, 1925).

Louis JANIN, *Les Sociétés de Participation au point de vue économique* (Paris, Sirey, 1928).

Paul LEROY-BEAULIEU, *L'Art de Placer et Gérer sa Fortune* (Paris, édition 1924).

Jean LESCURE, *L'Épargne en France* (Paris, Sirey, 1914).

Robert LIEFMANN, *Cartells et Trusts* (traduction) (Paris, Giard, 1914).

M. MARION, *Histoire Financière de la France depuis 1715.*

A. DE MIRIMONDE, *Manuel Pratique des Assurances* (Paris, Payot, 1928) ; *Comment Gérer sa Fortune* (Paris, Payot, 1926).

G. RAMBERT, *Les Sociétés de Participation (la holding) et les Sociétés Anonymes* (Lausanne, Imprimerie La Concorde, 1927).

P. R. ROSSET, *Les Holding Cies et leur Imposition en Suisse* (Paris, 1929).

SIEGFRIED, *Les Etats-Unis d'aujourd'hui*.

E. TEILHAC, *L'Évolution Juridique des Trusts* (Paris, Alcan, 1927).

b) *Revue et Journaux :*

La Revue Politique et Parlementaire.

La Réforme Economique.

La Revue d'Economie politique.

L'Economiste Français.

Le Bulletin Quotidien de la Société d'Etudes et d'Informations Economiques (et ses suppléments).

Les journaux financiers.

III. — LANGUE ALLEMANDE

a) *Ouvrage :*

Robert LIEFMANN, *Beteiligungs und Finanzierungsgesellschaften* (Iéna, 4^e édition, 1923).

b) *Revue :*

Die Bank.

TABLE DES MATIÈRES

INTRODUCTION	Pages 1
------------------------	------------

PREMIÈRE PARTIE

LES INVESTMENT TRUSTS EN ANGLETERRE ET EN ECOSSE.

CHAPITRE PREMIER. — ORIGINE ET ÉVOLUTION	5
--	---

SECTION I. — <i>Le marché financier anglais de 1820 à 1860.</i>	5
---	---

SECTION II. — <i>Les premiers Investment Trusts</i>	9
---	---

SECTION III. — <i>Succès du mouvement de création des Investment Trusts de 1879 à 1889</i>	14
--	----

SECTION IV. — <i>La crise Baring. Difficultés des années 1891 à 1894</i>	19
--	----

SECTION V. — <i>Le développement des Investment Trusts de 1895 à 1914</i>	22
---	----

SECTION VI. — <i>La période de guerre.</i>	24
--	----

SECTION VII. — <i>L'après-guerre</i>	26
--	----

CHAPITRE II. — ORGANISATION, GESTION ET RÉSULTATS DES INVESTMENT TRUSTS BRITANNIQUES	28
---	----

SECTION I. — <i>Statut légal (historique)</i>	28
---	----

SECTION II. — <i>Statut légal (actuel).</i>	30
---	----

SECTION III. — <i>Objet</i>	31
---------------------------------------	----

SECTION IV. — <i>Composition du capital social</i>	33
--	----

SECTION V. — <i>Faculté d'emprunt</i>	37
---	----

SECTION VI. — <i>Placement des émissions</i>	40
--	----

SECTION VII. — <i>Dépenses de 1^{er} établissement et frais d'émission</i>	45
--	----

SECTION VIII. — <i>Gestion du Portefeuille</i>	46
--	----

SECTION IX. — <i>Evaluation comptable du Portefeuille.</i> . .	68
SECTION X. — <i>Constitution des Réserves</i>	74
SECTION XI. — <i>Bénéfices.</i>	78
SECTION XII. — <i>Dividendes répartis.</i>	83
SECTION XIII. — <i>Frais d'exploitation</i>	86
SECTION XIV. — <i>Impôts.</i>	90
SECTION XV. — <i>Marché des titres</i>	91
SECTION XVI. — <i>Bilans et comptes de profits et pertes</i> .	91
CONCLUSION DE LA PREMIÈRE PARTIE	104

DEUXIÈME PARTIE

LES INVESTMENT TRUSTS AUX ETATS-UNIS D'AMÉRIQUE.

CHAPITRE PREMIER. — HISTORIQUE	105
SECTION I. — <i>La période d'avant-guerre.</i>	105
SECTION II. — <i>La guerre et l'après-guerre.</i>	109
CHAPITRE II. — FORMES JURIDIQUES DES INVESTMENT TRUSTS AUX E. U. A.	119
SECTION I. — « <i>Corporations</i> » et « <i>Common law Trusts</i> » .	119
SECTION II. — <i>Régime des Investment Trusts sous une incorporation fédérale</i>	123
SECTION III. — <i>Régime des Investment Trusts sous une incorporation d'Etat particulier</i>	128
SECTION IV. — <i>Régime des Investment Trusts sous une déclaration de Trust</i>	129
CHAPITRE III. — DIVERSES CATÉGORIES D'INVESTMENT TRUSTS AMÉRICAINS	133
SECTION I. — <i>Investment Trusts du type « General Management » ou Discretionnaire</i>	133
A) Constitution. — Objet	134
B) Composition du capital (actions et obligations) . . .	135
C) Répartition du capital entre les fondateurs et le public	158

D) Placement des émissions	161
E) Frais d'émission et de 1 ^{er} établissement.	165
F) Gestion du Portefeuille	167
I. — Dispositions statutaires	167
II. — Politique de placement.	173
a) Division des risques.	173
b) Remaniements du portefeuille. Profits sur réalisations de titres.	179
c) Publicité du Portefeuille.	181
G) Frais de gestion et dépenses d'administration . . .	184
H) Bilans et comptes de profits et pertes.	186
I) Impôts	200
J) Marché des titres.	201

SECTION II. — *Investment Trusts du type « Investment Fund »*. 204

A) Constitution.	205
B) Capital	205
C) Faculté d'emprunt.	208
D) Gestion.	208
E) Frais d'organisation et de gestion	213
F) Répartition des bénéfices	215
G) Rapports et bilans	216
H) Impôts.	218

SECTION III. — *Investment Trusts du type rigide ou « Bankers Shares »* 219

A) Constitution.	219
B) Structure financière	221
C) Liste des placements	222
D) Répartition des bénéfices. Réserves.	228
E) Dépenses d'organisation et frais généraux.	231
F) Cotation et échange des certificats.	232
G) Impôts	233
H) Discussions qui se sont élevées autour des Trusts rigides.	234

SECTION IV. — *Investment Trusts du type semi-rigide ou « Limited Management »*. 241

A) Constitution.	241
B) Structure financière	242
C) Placements	243
D) Répartition des bénéfices	249
E) Dépenses d'organisation, frais de gestion	250
F) Impôts	251
G) Cotation et conversion des certificats.	251

CHAPITRE IV. — POLÉMIQUES ET DISCUSSIONS QU'ONT SOULEVÉES LES INVESTMENT TRUSTS AUX ETATS-UNIS. 253

SECTION I. — *Enquête de l'Attorney Général Ottinger.* . . . 253

SECTION II. — *La Réglementation californienne* 262

SECTION III. — *Les Recommandations de l'Association des Banquiers de Placement des Etats-Unis (I. B. A.)* . . . 265

SECTION IV. — *Principes posés par l'Association Natio- nale des « Securities Commissioners ».* 267

SECTION V. — *Enquêtes faites dans divers Etats particu- liers. Mesures restrictives adoptées en Ohio et en Utah.* 269

SECTION VI. — *Campagnes menées en vue de la suppres- sion du terme « Investment Trust » dans la raison so- ciale des Sociétés de Placement.* 272

CONCLUSION DE LA DEUXIÈME PARTIE 275

TROISIÈME PARTIE

LES INVESTMENT TRUSTS ET LES DIVERSES FORMES DE SOCIÉTÉS DE PARTICIPATION.

CHAPITRE PREMIER. — SOCIÉTÉS DE PLACEMENT, SO- CIÉTÉS DE CONTRÔLE ET SOCIÉTÉS DE FINANCEMENT . 279

SECTION I. — *Sociétés de Placement* 280

SECTION II. — *Sociétés de Contrôle.* 286

SECTION III. — *Sociétés de Financement* 289

CHAPITRE II. — LES SOCIÉTÉS DE PLACEMENT DANS DIVERS PAYS 297

SECTION I. — *Belgique.* 297

TABLE DES MATIÈRES	367
SECTION II. — <i>Suisse</i>	303
SECTION III. — <i>Hollande</i>	311
SECTION IV. — <i>Allemagne</i>	313
SECTION V. — <i>Japon</i>	317
SECTION VI. — <i>Luxembourg</i>	318
CHAPITRE III. — LES SOCIÉTÉS DE PLACEMENT EN FRANCE	322
SECTION I. — <i>L'avant-guerre</i>	322
SECTION II. — <i>L'après-guerre</i>	340
SECTION III. — <i>Régime fiscal des Sociétés de Partici-</i> <i>pation</i>	342
SECTION IV. — <i>Les récentes Sociétés de Placement cons-</i> <i>tituées en France</i>	347
CONCLUSION GÉNÉRALE	357
BIBLIOGRAPHIE.	359

